Münster.1930 № 13 Jur. Diss.

Notenbanken und Weltmarktbeziehungen

Inaugural-Dissertation

zur Erlangung der staatswissenschaftlichen Doktorwürde einer Hohen Rechts- und Staatswissenschaftlichen Fakultät der Westfälischen Wilhelms-Universität zu Münster (Westf.)

vorgelegt von

Gustav Pütz, Diplom-Volkswirt
aus Mülheim-Ruhr.

46 88

Gedruckt bei Heinr. & J. Lechte, Emsdetten (Westf.)
Spezial-Druckerei für Dissertationen

1930

Notenbanken und Weltmarktbeziehungen

Inaugural-Dissertation

zur Erlangung der staatswissenschaftlichen Doktorwürde einer Hohen Rechts- und Staatswissenschaftlichen Fakultät der Westfälischen Wilhelms-Universität zu Münster (Westf.)

vorgelegt von

Gustav Pütz, Diplom-Volkswirt
aus Mülheim-Ruhr.

46 88

Gedruckt bei Heinr. & J. Lechte, Emsdetten (Westf.)
Spezial-Druckerei für Dissertationen

1930

Referent: Herr Professor Dr. Friedrich Hoffmann
Korreferent: Herr Professor Dr. W. Fr. Bruck.

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Inhaltsverzeichnis.

	Seite:
Vorwort.	1— 3
1. Kapitel: Allgemeine Möglichkeiten der Einwirkung der Notenbanken auf die Weltmarktbeziehungen.	
§ 1: Die Regelung des Geldumlaufs durch die Notenbanken.	3— 9
§ 2: Die Regelung der Geldkapitalbereitstellung durch die Notenbanken.	10—15
2. Kapitel: Spezielle Möglichkeiten der Einwirkung der Notenbanken auf die Weltmarktbeziehungen.	
§ 3: Die Förderung der Ausfuhr durch die Notenbanken.	16—20
§ 4: Die Heranholung von Auslandskapital durch die Notenbanken.	20—26
3. Kapitel: Allgemeine Mittel der Einwirkung der Notenbanken auf die Weltmarktbeziehungen.	
§ 5: Die Diskontpolitik der Notenbanken.	26—38
§ 6: Die Kreditbegrenzung der Notenbanken.	38—43
4. Kapitel: Spezielle Mittel der Einwirkung der Notenbanken auf die Weltmarktbeziehungen.	
§ 7: Die Währungssicherung.	43—48
§ 8: Die Währungsstabilisierung.	48—52
5. Kapitel: Tatsachen einer Einwirkung der Notenbanken auf die Weltmarktbeziehungen.	
§ 9: Die Auswirkung der internationalen Kreditverhältnisse auf die deutsche Wirtschaftsentwicklung 1926—1928.	52—62
§ 10: Die Gestaltung des deutschen Außenhandels zur Zeit der Kreditrestriktion im Jahre 1924.	62—68
§ 11: Die Gold- und Deviseneinbuße der Deutschen Reichsbank im Jahre 1927.	68—73
§ 12: Die Baisse an der New-Yorker Börse am 23. Oktober 1929.	73—76

Literaturverzeichnis.

Barone, Enrico: Grundzüge der Theoretischen Nationalökonomie. Uebers. v. Hans Staehle. Bonn 1927.

von Beckerath, Herbert: Die Gefahren übermäßiger Auslandskredite für Währung und Wirtschaft. Kölner Vorträge Bd. 2. „Die Kreditwirtschaft" II. Teil. Leipzig 1927.

Bendixen, Fr.: Das Wesen des Geldes. München 1922.

Bosch, Werner: Die Epochen der Kreditrestriktionspolitik der Deutschen Reichsbank 1924—1926. Dissertation. Stuttgart 1927.

Cassel, Gustav: Das Geldproblem der Welt. München 1921.

Derselbe: Theoretische Sozialökonomie. Leipzig 1927.

Diehl, Karl: Ueber Fragen des Geldwesens und der Valuta während des Krieges und nach dem Kriege. Jena 1918.

Eulenburg, Franz: „Inflation". Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik. 45. Bd. Tübingen 1918/1919.

Derselbe: Außenhandel und Außenhandelspolitik (Die internationalen Wirtschaftsbeziehungen). Grundriß der Sozialökonomik. VIII. Abteilung. Tübingen 1929.

von Eynern, Gert: Die Reichsbank. Die Probleme des deutschen Zentralnoteninstituts in geschichtlicher Darstellung. Dissertation. Jena 1928.

Fisher, Irving: Die Kaufkraft des Geldes. Ihre Bestimmung und ihre Beziehung zu Kredit, Zins und Krisen. Berlin 1916.

Földes, Bela: Zur Theorie vom internationalen Handel. Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik. 104. Band. Jena 1915.

Fullarton, John: On the regulation of currencies. 2nd ed. London 1844.

van Giyn: Das Geld als Quelle des Mißverständnisses im internationalen Güterverkehr. Weltwirtschaftliches Archiv. 19. Band. Jena 1923.

Hahn, Albert: Geld und Kredit. Gesammelte Aufsätze. „Handelsbilanz-, Zahlungsbilanz-, Valuta-, Güterpreise". „Kredit". Tübingen 1924.

Derselbe: Aufgaben und Grenzen der Währungspolitik. Eine Kritik der deutschen Währungspolitik seit der Stabilisierung. Kieler Vorträge. Jena 1928.

Helfferich, Karl: Außenhandel und Valutaschwankungen. Jahrb. für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft. 21. Jahrgang. Leipzig 1897.

Lansburgh, Alfred: Der internationale Kapitalmarkt im Kriege und nach dem Kriege. Stuttgart 1916. Finanz- und volkswirtschaftliche Zeitfragen. 27. Heft.

Magazin der Wirtschaft. Nr. 45 vom 7. 11. 1929, Leitartikel: „Niedriger Zins in Sicht?" und 5. Jahrgang Nr. 51/52 v. 19. 12. 1929. Stat. Teil.

Moll, Bruno: Die modernen Geldtheorien und Währungssysteme. Stuttgart 1926. 45. Heft d. Finanz- u. volksw. Zeitfragen.

Neisser, Hans: Der internationale Geldmarkt vor und nach dem Kriege. Weltwirtschaftliches Archiv. Zeitschrift d. Inst. f. Weltw. u. Seeverk. an d. Univers. Kiel. 29. Band. (1929 I). Jena 1929.

Palyi, Melchior: Zinsfuß und Zahlungsbilanz in den Vereinigten Staaten. Magazin d. Wirtschaft. 5. Jahrg. vom 7. 11. 1929. Nr. 45.

Prion, W.: Geldmarktlage und Reichsbankpolitik. 2. Heft der Studiengesellschaft für Währungs- und Finanzreform. Leipzig 1927.

Die Reichsbank. Verhandlungen und Berichte des Unterausschusses für Geld-, Kredit- und Finanzwesen. (5. Ausschuß zur Untersuchung der Erzeugungs- und Absatzbedingungen der deutschen Wirtschaft). Berlin 1929.

Rist, Charles: Die Deflation und ihre Praxis in England, den Ver. Staaten, Frankreich und der Tschechoslowakei. Weltwirtschaft und Wirtschaftspolitik in Einzeldarstellungen. Berlin 1925. Band 1.

Röpke, Wilhelm: Geld und Außenhandel. Jena 1925.

Schacht, Hjalmar: Stabilisierung der Mark. Berlin und Leipzig 1927.

Schumpeter, Jos.: Die goldene Bremse an der Kreditmaschine. Kölner Vorträge. „Die Kreditwirtschaft." 1. Teil. Leipzig 1927.

Derselbe: „Kreditkontrolle." Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik. Band 54. Heft 2. Tübingen 1925.

Derselbe: Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung. Leipzig 1926.

Tooke, Th.: An inquiry into the currencyprinciple. London 1844.

Wagemann, Ernst: Konjunkturlehre. Eine Grundlegung zur Lehre vom Rhythmus der Wirtschaft. Berlin 1928.

Wagner, Adolph: Die Geld- und Kredittheorie der Peelschen Bankakte. Wien 1862.

Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung. Herausgeg. v. Institut f. Konjunkturforschung. 4. Jahrg. Heft 1. Berlin 1929. 4. Jahrg. Heft 2. Berlin 1929. Sonderheft 11. Berlin 1928.

Weigmann, H.: Kritischer Beitrag zur Theorie des internationalen Handels. Jena 1926.

Wicksell, Knut: Vorlesungen über Nationalökonomie. Theoret. Teil: Geld und Kredit. Jena 1922. 2. Band.

Wirtschaftskurve der Frankfurter Zeitung. Frankfurt 1924. Heft 3.

Vorwort.

Die vorliegende Arbeit setzt sich zum Ziel, die Einwirkungen nachzuweisen, welche bestimmte Maßnahmen der Notenbanken auf die Weltmarktbeziehungen haben.

Zunächst werden die theoretischen Möglichkeiten einer Einwirkung der Notenbanken auf die Weltmarktbeziehungen betrachtet, die sich aus der Stellung der Notenbanken im Bankensystem und in der Volkswirtschaft ergeben. Die Darstellung unterscheidet hierbei zwischen allgemeinen und speziellen Möglichkeiten. Die Betrachtung der allgemeinen Möglichkeiten erstreckt sich auf allgemeine Erscheinungen und allgemeine Ursachen der Veränderung der Weltmarktbeziehungen durch die Notenbanken. Bei Ausübung ihrer volkswirtschaftlichen Funktionen, der Regelung des Geldumlaufs und der Regelung der Geldkapitalbereitstellung, ist den Notenbanken die Möglichkeit gegeben, allein und allgemein die Außenwirtschaftsgestaltung zu beeinflussen. Dieser allgemeine Zusammenhang zwischen Weltmarktbeziehung und Notenbanken ergibt sich aus der Stellung der einzelnen Zentralbank als Bank der Banken. Die speziellen Möglichkeiten dagegen ergeben sich aus willkürlichen Maßnahmen der Notenbanken. Die angeführten Möglichkeiten, die Förderung der Ausfuhr und die Heranholung von Auslandskapital, stellen an sich keine volkswirtschaftlichen Aufgaben der Notenbanken dar. Sie können ebensogut von privaten Banken ausgeführt werden, und sind nur zur Erklärung des theoretisch-möglichen Zusammenhangs zwischen Notenbanken und Weltmarktbeziehungen der Darstellung eingegliedert worden. Insofern werden Einzelerscheinungen und Einzelursachen von Veränderungen in der Weltmarktbeziehung auf diese, speziell den Notenbanken angemaßte Funktionen zurückgeführt.

Im Anschluß an die Klarlegung der allgemeinen Zusammenhänge, die sich aus den allgemeinen und speziellen Mög-

lichkeiten einer Beeinflussung der Außenwirtschaftsbeziehung durch die Zentralnotenbanken ergeben, findet dann eine Darstellung der Mittel, d. h. eine Schilderung der möglichen Maßnahmen, statt, vermöge deren die Notenbanken in der Lage sind, die Weltmarktbeziehung ihrer Politik anzupassen. Auch bei der Betrachtung der möglichen Maßnahmen wird eine Unterteilung in allgemeine und spezielle Mittel vorgenommen. Entsprechend der Betrachtung der allgemeinen Möglichkeiten stellt auch die Untersuchung der allgemeinen Mittel ein allgemeines System von Ursachen der Veränderungen der Weltmarktbeziehung auf. Die Diskontpolitik und die Kreditrestriktion sind es, die den Notenbanken allgemein die Möglichkeit geben, auf die Außenwirtschaftsbeziehung einen maßgebenden Einfluß auszuüben. Die speziellen Mittel sind, ähnlich den speziellen Möglichkeiten, Einzelerscheinungen einer Einwirkung der Notenbanken, mit dem Unterschiede, daß die speziellen Möglichkeiten den Notenbanken angemaßt werden, während die speziellen Mittel Ausnahmeerscheinungen in der Politik der Notenbanken darstellen. Die Währungssicherung und die Währungsstabilisierung sind wohl ureigener Bereich der Notenbanken, sie sind jedoch nur zu bestimmten Zeiten, wenn eine Entwertung der Valuta stattgefunden hat, als mögliche Maßnahmen einer Einwirkung auf die Weltmarktbeziehung zu erkennen.

Schließlich ergänzt, aber auch verifiziert die Beobachtung von einzelnen Tatsachen die gefundenen Erkenntnisse. Die angeführten Tatsachen einer Einwirkung der Notenbanken auf die Weltmarktbeziehungen berühren sich eng mit der theoretischen Darstellung und bilden sowohl einen Bestandteil als auch ein Mittel der Kontrolle für auf anderem Wege gefundene Erkenntnisse. Die Betrachtung der Tatsachen stellt eine Schilderung dar, wann und wo und mit welchem Erfolge praktisch Gebrauch gemacht ist von den Möglichkeiten und Mitteln.

I. Kapitel.

Allgemeine Möglichkeiten der Einwirkung der Notenbanken auf die Weltmarktbeziehungen.

§ 1. *Die Regelung des Geldumlaufs durch die Notenbanken.*

Die Möglichkeiten und Mittel der Einwirkung der Notenbanken auf die Weltmarktbeziehungen sind begründet in dem Einfluß, den diese Möglichkeiten und Mittel auf die Preisgestaltung ausüben. Die Klarlegung des Zusammenhanges zwischen Notenbanken und Weltmarktbeziehungen ist daher notwendig an die Voraussetzung einer Preisberechnung gebunden. Da die Preisrechnung eine primäre praktische Notwendigkeit für jede Tauschwirtschaft ist, ist die Analyse der Einwirkungen der Notenbanken auf die Weltmarktbeziehungen in der Bedeutung zu suchen, die die Einwirkungen für die Preisskala haben.

Die Notenbanken haben die Funktion, das Gleichgewicht zwischen Geldumlauf und Geldbedarf zu erhalten. Die Versorgung des Verkehrs mit dem jeweils erforderlichen Betrag von Umlaufsmitteln erfüllen die Notenbanken vermittels ihrer dehnbaren Notenausgabe. Durch Ausdehnung und Zusammenziehung ihres Notenumlaufs werden die Notenbanken den periodischen und momentanen Bedürfnissen nach Umlaufsmitteln gerecht. Durch die Geldumlaufsregelung ist den Notenbanken die Möglichkeit gegeben, nicht nur einen Einfluß auf den Binnenmarkt ihres Landes, sondern auch auf die Weltmarktbeziehungen auszuüben.

Die Beeinflussung der Preise und Wechselkurse durch die Höhe der Notenemission war stets ein umstrittenes Kapitel der allgemeinen Krisentheorie. Die Preisveränderung allgemein mit der veränderten Quantität des Geldes in Verbindung zu setzen ist ebenso unrichtig wie die Behauptung, daß die Quantität des umlaufenden Geldes nicht die Preise und die wirtschaftliche Lage eines Landes beeinflussen kann. „Wel-

che Wirkungen eine Vermehrung der Geldmenge auf die Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes, auf die Ausdehnung des Gebrauchs von Bankzahlungsmitteln oder auf den Umfang des Realumsatzes hat, und welches also die schließliche Wirkung auf das allgemeine Preisniveau sein wird, das sind alles Fragen, die sich überhaupt nicht mit den Mitteln der Theorie behandeln lassen."[1]) Außer dem umlaufenden Geld können viel wichtigere Faktoren das Preisniveau und die Wechselkurse beeinflussen. Die von der Warenseite ausgehenden Faktoren sind oft bedeutender für die Preisbildung als die von der Geldseite herrührenden. Vielfach wirken die Faktoren der Warenseite mit denen der Geldseite zusammen. Ebenso können die Einflüsse von der Warenseite her, welche Verschiebungen im Preisniveau zur Folge haben, die Ursache von späteren Vermehrungen und Verminderungen in den Umlaufsmitteln bilden.

Eine Erkenntnis der quantitativen Bedeutung der Veränderungen der Geldmenge liegt der Quantitätstheorie zugrunde. Von der Quantitätstheorie bleibt jedoch praktisch nichts anderes übrig als die Neigung der Geldvermehrung zur Geldentwertung bezw. zur Erhöhung des Preisniveaus, deren Einsetzen und Ausmaß von vielen anderen Umständen abhängt, so daß eine genaue Berechnung unmöglich ist. Immerhin besteht die Tendenz, daß eine Geldvermehrung in jedem Lande die Möglichkeit zu einer Veränderung des Preisniveaus schafft.

Bei der Geldregelung kann ein Einfluß der Notenbanken auf das Preisniveau und hiermit auf den internationalen Wirtschaftsverkehr vorhanden sein, wenn zusätzliche Kaufkraft geschaffen wird. „Die Einwirkung der neu geschaffenen Zahlungsmittel auf die Preise vollzieht sich durch die dadurch neu geschaffene Kaufkraft, die zahlreichen Käufern die Möglichkeit bietet, mit präsenten Zahlungsmitteln auf den Markt zu treten und durch gesteigerte Nachfrage die Preise vieler Waren zu erhöhen."[2]) Von einer Einwirkung auf die Preise

[1]) Cassel, Gustav: Theoretische Sozialökonomie. Leipzig 1927. S. 411.

[2]) Diehl, Karl: Ueber Fragen des Geldwesens und der Valuta während des Krieges und nach dem Kriege. Jena 1918. S. 59.

von der Geldseite her kann überhaupt nicht gesprochen werden, wenn in Zeiten geordneter Währung die Geldnachfrage an den Quartalsterminen durch vermehrte Zahlungsmittelausgabe unbeschränkt befriedigt wird, da es sich hier um ein Geldbedürfnis für einige Tage handelt.

Eine Kaufkraftschaffung durch Produktion, Verkauf von Gütern und Leistungen von entsprechendem Wert, hat nicht die Tendenz, die Preise zu steigern. Dagegen eine nicht auf einem derartigen Vorgang beruhende neue Kaufkraft muß zu einer gewissen Preissteigerung führen, „damit das Gleichgewicht zwischen der Kaufkraft der Allgemeinheit, ausgedrückt in Geld, und der Warenmenge sowie den Leistungen, die sich zum Kaufe vorfinden, wiederhergestellt wird".[3]) Eine gewisse Steigerung des allgemeinen Preisniveaus, die sich jedoch nicht theoretisch berechnen läßt, ist das Ergebnis einer künstlich vermehrten Geldmenge.

Eine durch übermäßige Kaufkraftschaffung der Notenbanken bewirkte Hebung des allgemeinen Preisniveaus kann sich verschiedenartig auf die Außenwirtschaftsbeziehung auswirken. Es ist nicht ohne weiteres gesagt, daß infolge eines erhöhten Preisniveaus im Inlande weniger auf dem teueren Binnenmarkte als im Auslande gekauft wird. Sonst würde sich die Störung der Außenwirtschaftsbeziehung schnell ausgleichen, indem vielleicht als Folge der angeregten Einfuhr Geld ins Ausland abströmen und damit die dem Beedarf entsprechende Geldverminderung wieder herstellen würde.

Eine Beeinflussung der Außenwirtschaftsbeziehung durch eine übermäßige Notenemission ist nur und nur solange möglich, als die Wechselkurse von der Kaufkraftparität abweichen. Die Termini „hohe" und „niedrige" Wechselkurse, vom Standpunkt des Landes A zum Lande B oder umgekehrt, verlieren jegliche Bedeutung an sich, wenn sie nicht in Beziehung zu den Kaufkraftparitäten gebracht werden. Eine Beeinflussung der Außenwirtschaftsbeziehung findet nur statt, wenn der internationale Wert einer Valuta unter oder über deren Kaufkraftparität gedrückt wird. Wird die Valuta eines Landes

---

[3]) Cassel, Gustav: Das Geldproblem der Welt. München 1921. Seite 16.

auf das Ausland niedriger bewertet als es dem allgemeinen Preisniveau im Inlande, verglichen mit dem Preisniveau im Auslande, entspricht, dann macht sich diese Wertschätzung bemerkbar, indem sie einen exporthemmenden und importfördernden Einfluß ausübt. Diese Erscheinung kann jedoch bei der übermäßigen Notenemission nur eintreten, wenn die Emission einmalig oder vorübergehend ist und ein Ausgleich zwischen Valutarückgang und Preisbildung kurzfristig in Aussicht steht. Der exporthemmende und importfördernde Einfluß der neu geschaffenen Zahlungsmittel ist mit anderen Worten nur solange möglich, als der Binnenwert dieser Zahlungsmittel noch höher ist als ihr Außenwert.

Neben diesem exporthemmenden und importfördernden Einfluß der übermäßigen Notenemission läuft eine andere Erscheinung einher. Eine durch Kaufkraftschaffung bewirkte Hebung des Preisniveaus kann zu einem Abströmen des Goldes ins Ausland führen, solange der Einlösungsmechanismus funktioniert. Wenn die Ausgabe neuer Kaufkraft soweit fortgeschritten ist, daß der Geldwert im Inlande dem Auslande gegenüber unter den dem Feingehalt der Goldmünzen entsprechenden Paritätsstand der Wechselkurse zu sinken droht und eine Steigerung der Preise für Auslandswechsel eintritt, so ist es vorteilhafter, bei Bedarf Gold zu versenden, als hohe Preise für Auslandswechsel zu zahlen. Die Ausfuhr von Gold wird solange anhalten, bis daß durch das Abströmen des Goldes die umlaufende Geldmenge vermindert und hierdurch das Preisniveau korrigiert wird. „Der ausgleichenden Wirkung der Edelmetallströmungen treten jedoch oft Hindernisse in den Weg, so z. B. in Papiergeldländern, wo weder aus dem Verkehr Edelmetalle zu entnehmen sind, da keine vorhanden, noch Edelmetalle einströmen können, da das Disagio des Papiergeldes dies verhindert.“ [4]) Das System der ausgleichenden Wirkung der Goldausfuhr funktioniert nur bei Goldwährung, wenn gegen Einlieferung inländischer Zahlungsmittel

[4]) Földes, Bela: „Zur Theorie vom internationalen Handel.“ Jahrb. f. Nat.-Oek. u. Stat. 104. Bd. Jena 1915. S. 794.

[5]) Moll, Bruno: „Die modernen Geldtheorien und Währungssysteme.“ 45. Heft d. Finanz- u. volksw. Zeitfragen. Stuttgart 1926. S. 40.

jederzeit bei der Notenbank Gold erhältlich ist. „Schon bei der Goldkernwährung und bei der Devisenwährung funktioniert das System nicht mehr automatisch.“ [5])

Es wäre auch möglich, daß ein Uebermaß von Kaufkraftschaffung durch seine Wirkung auf das Preisniveau dazu führen könnte, daß das Geld eines Landes, d. h. die inländischen Zahlungsmittel, besonders Banknoten, selbst zum Ausfuhrartikel würde. Dieser Vorgang kann dann eintreten, „wenn Ausländer das Geld in Tausch gegen Waren nehmen, ohne die Absicht, damit sofort wieder Waren einzukaufen, doch immer mit der Absicht, dies Geld als eine Forderung auf die Güter des Landes, welches es ausgegeben hat, zurückzubehalten, in der Meinung, daß dieses Geld in einem späteren Zeitpunkte wieder eine größere Menge Waren repräsentieren wird“. [6])

Die im Verlaufe einer Geldvermehrung erscheinenden Einwirkungen auf die Außenwirtschaftsbeziehung nehmen ganz andere Formen an, wenn im Falle einer Inflation die Valuta sich ohne Unterbrechung und ohne jede Reaktion weiter und weiter entwertet. In einem solchen Falle würde „der Ausgleich zwischen Valutarückgang und Preisbildung immer hinter einer neuen Entwertung nachhinken, die ihrerseits einen neuen Ausgleich notwendig machen und bis zu dessen Eintreten den Export begünstigen würde“. [7])

Fährt eine Notenbank fort, durch andauernde Banknotenemission den Verkehrsbedarf zu überschreiten, so fällt der „automatische“ internationale Ausgleich der Geldmengen und Geldwerte fort. Die Wirkung des automatischen Ausgleichs wird aufgehoben durch den entgegengesetzten Einfluß des Steigens der ausländischen Wechselkurse. Die ständig steigenden ausländischen Wechselkurse gewährleisten bei einer immer schnelleren Fortsetzung der Inflation eine Exportprämiierung, weil sie eine relative Verringerung der Nachfrage

---

[6]) van Gyin: „Das Geld als Quelle des Mißverständnisses im internationalen Güterverkehr.“ Weltw. Archiv. 19. Bd. Jena 1923. Seite 87.

[7]) Helfferich, Karl: „Außenhandel und Valutaschwankungen.“ Jahrb. f. Gesetzgbg., Verwaltg. u. Volksw. 21. Jahrg. Leipzig 1897. S. 15.

nach inländischen Zahlungsmitteln im Auslande und eine Steigerung der Nachfrage nach ausländischen Zahlungsmitteln im Inlande verursachen. Hierbei ist jedoch „das Steigen der Wechselkurse kein paralleler, sondern ein erst durch die Verschiebung des Preisniveaus verursachter Vorgang."[8]) Der Brauch, die Valuta eines Landes unter Preis in anderen Ländern zu verkaufen, um sich ausländische Valuten zu verschaffen, ist hierbei der wichtigste Faktor für die Verschiebung des Preisniveaus. Die verschiedensten Maßnahmen (Sonderpreise für Ausländer, Ausfuhrverbote für Rohstoffe und Lebensmittel) können nicht verhindern, daß die in die Hände der Ausländer gelangte Kaufkraft sich immer wieder gegen das Land mit entwerteter Valuta richtet und sich auf dessem Markte bemerkbar macht, indem dort die Preise in die Höhe getrieben werden. Die innere Kaufkraft nimmt umso schneller ab, je mehr sich der erwähnte Brauch zu einem Vorgang „antizipierender Spekulation" entwickelt. Die Verschleuderung der Valuta in Verbindung mit der Heranziehung der Valuta-Spekulanten zu Geldanlegern führen zu einer Entwertung der Valuta unter deren Kaufkraftparität.

Für die inländische Produktion entsteht eine günstige Konjunktur, da sie ihre Erzeugnisse im Auslande in hochwertigem ausländischen Gelde bezahlt erhält. Während sonst bei einer günstigen Konjunktur, vorausgesetzt, daß sie keinen internationalen Charakter trägt, die Einfuhr besonders an Rohstoffen und habfertigen Waren zunimmt und die Ausfuhr infolge der günstigen Absatzverhältnisse auf dem heimischen Markte größtenteils zurückgeht, soweit es sich um vertretbare Waren des Massenumsatzes handelt, wirkt die Inflation in ihrem weiteren Verlauf im Sinne einer Ausfuhrprämie. Hierbei fällt die größere oder geringere Gebundenheit an den Verbrauchszweck für die Art der Ausfuhrbewegung fast ganz weg.

Diese exportfördernde Wirkung der Inflation widerspricht durchaus nicht dem Satze, daß eine durch Kaufkraftschaffung bewirkte Hebung des Preisniveaus den Import anregt und den Export hemmt. Es wäre möglich, daß im Falle der Inflation das Steigen der Preise die Ausfuhr verringert und die Einfuhr

[8]) Röpke, Wilhelm: Geld und Außenhandel. Jena 1925. S. 47.

steigert. Dieser Vorgang würde einsetzen genau wie bei der einmaligen oder nicht anhaltenden übermäßigen Kaufkraftschaffung, wenn die innere Preisbewegung der Parität mit den Preisen des Auslandes vorauseilen würde. Je häufiger und nachaltiger die Wertverminderung des Geldes im Inlande der Wertverminderung des Geldes im Auslande vorauseilt, um so mehr neigt auch die Exportprämie dazu in ein Exporthemmnis umzuschlagen.

Daß die Inflation eine exportfördernde Wirkung haben kann, hängt mit anderen Worten von dem Grade der Entwertung des neu geschaffenen Geldes im Auslande ab. Werden die Noten der Inflation treibenden Notenbank im Auslande geringer bewertet als im Inlande, so tritt eine Steigerung der Warenausfuhr ein. Besonders gilt dies „für Güter, deren Preise in Papiergeld der Steigerung des allgemeinen Preisniveaus am schwerfälligsten folgen".[9]) Der Exporteur verkauft infolge der geringeren Bewertung der Valuta seines Heimatlandes im Auslande billiger als im Inlande. Er kann aber auch die zu exportierenden Waren vom Produzenten oder vom Zwischenhändler noch billiger kaufen, weil die Kaufkraft im Inlande nicht so schnell sinkt wie im Auslande. Eine längere Zeit hindurch, solange die Entwertung des Geldes im Auslande der Entwertung im Inlande vorauseilt, werden die Waren unter ihrem natürlichen Preis an den Exporteur verkauft, der sie auf dem Weltmarkt gleichfalls unter dem natürlichen Preise verkaufen kann. Falls aber die inländischen Preise mehr gestiegen sind, als der ausländische Käufer an der Valuta gewinnt, so unterbleibt die Ausfuhr trotzdem. „Der im Verhältnis zur Valutaverminderung überhohe Preisstand ist der Warenausfuhr bis zu dem Maße abträglich, als das Disagio im Kurs nicht überschritten wird."[10]) Die exportprämiierende Wirkung der Inflation macht sich mithin nur in einer zu billig verkauften Ausfuhr bemerkbar.

Die zu billig verkaufte Ausfuhr hat ebenfalls eine Wirkung auf die Weltmarkbeziehung. Sie kann zu einem „Aus-

[9]) Barone-Staehle: Grundzüge der theoretischen Nationalökonomie. Bonn 1927. S. 154.

[10]) Eulenburg, Franz: „Inflation." Archiv f. Sozialw. u. Sozialpol. 45. Band. Tübingen 1918/19. S. 518.

verkauf" führen, wenn das Steigen der fremden Wechselkurse anhält und kein Ausgleich zwischen der inneren und äußeren Kaufkraft eintritt. Edelmetalle, Häuser, Luxuswaren und Aktien nehmen dann denselben Weg, den die Waren bereits genommen haben. Es setzt eine Kapitalflucht ein, welche als unsichtbarer Posten der Zahlungsbilanz ein Defizit für die Zahlungsbilanz selbst bedeutet.

Den Notenbanken ist somit die Möglichkeit gegeben, einen entscheidenden Einfluß auf die Außenwirtschaftsbeziehung auszuüben, wenn sie ihre Funktion, die Regelung des Geldumlaufs, mißbrauchen und mehr Banknoten emittieren, als es der Verkehrsbedarf erheischt. Solange die durch die übermäßige Kaufkraftschaffung beeinflußte innere Preisbewegung der Parität mit den Preisen des Auslandes vorauseilt, macht sich ein exporthemmender und importfördernder Einfluß bemerkbar. Geschieht die Emission nur einmal oder in bestimmten Zeitabständen, so ist nur eine erste und vorübergehende Wirkung erkennbar. Liegt es dagegen in der Hand der Notenbanken, beliebig und unaufhörlich Noten auszugeben, sodaß eine stetige Valutaentwertung als Folgeerscheinung auftritt und gleichzeitig die Wertverminderung des Geldes im Auslande der Wertverminderung des Geldes im Inlande vorauseilt, so schlägt der exporthemmende und importfördernde Einfluß ins Gegenteil um.

§ 2. *Die Regelung der Geldkapitalbereitstellung durch die Notenbanken.*

Durch bankmäßige Schaffung neuer Kaufkraft haben die Notenbanken auch die Möglichkeit, auf den Gang der Weltmarktbeziehung einzuwirken.

Die Geldkapitalbereitstellung durch die Banken kann verschiedene Formen annehmen und hat je nach der Art der Bereitstellung auch, volkswirtschaftlich betrachtet, eine ganz verschiedene Bedeutung, je nachdem, ob die Geldkapitalbereitstellung sich der Depositen bedient, d. h. ob sie mit der Notwendigkeit einhergeht, die Depositen bei Anforderung bar auszuzahlen, oder ob im Wege der Neuschöpfung von Kauf-

kraft eine Kreditexpansion stattfindet. Die Geldkapitalbereitstellung erfolgt auf Grund einer Diskontierung von Forderungen oder einer Lombardierung von Wertpapieren oder auch lediglich auf Grund der Sicherheit und des guten Rufs der Namen der Bankkunden.

Wird den Kreditnehmern Kaufkraft überlassen, welche sich auf der stillgelegten Kaufkraft anderer Wirtschaftssubjekte aufbaut, so handelt es sich nur um eine Uebertragung von Depositen. Bei dieser Form der Geldkapitalbereitstellung werden also die Depositen selbst als Zahlungsmittel benutzt. Lediglich die Kaufkraft der Sparer wird an den Kreditnehmer abgetreten. Diese Kreditgewährung kann sich nur in engen Grenzen bewegen, weil eine Vermehrung der Kredite eine Vermehrung der Depositen voraussetzt. So besteht für den Kredit, der sich lediglich auf Grund der in der Volkswirtschaft gemachten Ersparnisse aufbaut, eine bestimmte Knappheit, welche durch die Vorschußbedingungen der Banken und durch die bei ihnen hinterlegten Sparsummen bestimmt wird. Eine derartige Geldkapitalbereitstellung ist ohne Einfluß auf die Preisskala, weil sie stets einer gesparten Summe entspricht. Sie ist in diesem Falle auch nicht von Bedeutung für die Außenwirtschaftsbeziehung.

Anders ist es bei der Geldkapitalbereitstellung, die sich auf der Neuschöpfung von Kaufkraft aufbaut. Hier geschieht die Krediteinräumung nicht auf Grund gemachter Ersparnisse. Die Banken stellen bei dieser Art der Geldkapitalbereitstellung zusätzliche Kaufkraft zur Verfügung, weil diese neugeschaffene Kaufkraft keine oder nur eine ungenügende Dekkung in den Depositen hat. Die Kreditgewährung kann auftreten in Form von Giro- und Scheckkontengutschriften. Nicht nur die Notenbanken, sondern auch die Privatbanken können an einer inflatorischen Kreditexpansion teilnehmen. Während die Privatbanken in Form von Gutschriften Kaufkraft schaffen, stellen die Notenbanken gleichzeitig durch Notenemission zusätzliche Kaufkraft zur Verfügung. „So stellt sich jeder in der Volkswirtschaft gegebene neue Kredit dar als das Resultat eines eigenartigen Zusammenwirkens zwischen der Geldbeschaffungstätigkeit der Kreditbanken einerseits und der Noten-

institute andererseits."[11]) Die Kreditbanken können dagegen nicht selbständig eine Kreditexpansion betreiben, da sie in ihrer Kreditgewährung von der Kreditpolitik der Notenbanken, besonders der Zentralnotenbank, abhängig sind. Die Abhängigkeit der Kreditbanken ist ausschließlich gegeben bei einer Geldmarktversteifung, wenn der Privatdiskontsatz dem Notenbankdiskontsatz gleichkommt und die Notenbank durch Erhöhen ihres Diskontsatzes oder Begrenzung der hereinzunehmenden Wechsel oder lombardfähigen Gegenstände eine Kreditexpansion unterdrückt. In Zeiten einer Geldflüssigkeit besteht diese Beschränkung für die Kreditbanken nicht, da die Notenbanken dann selbst starke Geldmittel in den Verkehr gelangen lassen. In jedem Falle ist eine Kreditexpansion davon abhängig, wie die Notenbanken die Geldkapitalbereitstellung regeln.

Von den beiden Möglichkeiten, die den Notenbanken bei dieser Regelung zur Verfügung stehen, entweder die Kreditexpansion zu begünstigen oder dieselbe einzudämmen, können beide in ihrem Verlauf auf die Weltmarktbeziehungen des Landes einen Einfluß ausüben. Während die Begünstigung der Kreditexpansion die Möglichkeit einer Beeinflussung gibt, kann die Bekämpfung der übermäßigen Kreditexpansion als allgemeines Mittel gelten, nicht nur die innerwirtschaftlichen Verhältnisse zu beeinflussen, sondern auch allgemein einen Einfluß auf die Außenwirtschaftsbeziehung auszuüben.

Die Kontroverse, ob der Bankkredit das Preisniveau beeinflussen kann, ist schon Gegenstand zahlreicher Diskussionen zwischen Bankingtheoretikern und Currencytheoretikern gewesen. Die Bankingtheoretiker stehen auf dem Standpunkt, daß Preissteigerung und Kaufkraftvermehrung nicht parallel gehen, soweit jedoch Preissteigerung und Kaufkraftvermehrung gleichzeitig auftreten, ist nach ihrer Ansicht die Kaufkraftvermehrung die Folge der eingetretenen Preissteigerung. Tooke[12]) und Fullarton[13]) als Hauptvertreter der Banking-

[11]) Hahn, Albert: „Geld und Kredit." Ges. Aufsätze. „Kredit." Tübingen 1924. S. 4.

[12]) Tooke, Th.: An inquiry into the Currencyprinciple. London 1844. S. 19 ff.

[13]) Fullarton, John: On the regulation of currencies 2nd ed. London 1844. S. 29 ff.

theorie betonen immer wieder, daß die Schwankungen der Kaufkraftmenge nicht die Ursache der Preisbewegungen seien. Die Currencyschule (Overstone[14]) u. a.) dagegen zieht aus der Quantitätstheorie ihre Konsequenzen. Die Currencytheorie lehnt die Quantitätstheorie in der Gestalt ab, die sie von den Klassikern erhalten hatte. Sie nimmt statt dessen einen unmittelbaren Zusammenhang zwischen der Menge der Umlaufs- und Bankzahlungsmittel und nur dem Zinsfuß für kurzfristigen Kredit an. Beide Theorien haben indessen nur an das reguläre Bankgeschäft gedacht, an die Diskontierung des Warenwechsels. „Obgleich nun streng genommen selbst der Diskont des regulärsten dreimonatlichen Kommerzpapieres preiserhöhend in dem Sinne wirken muß, daß die Preise infolgedessen höher sind, als sie sonst wären — es sei denn, daß der Diskontvaluta eine gesparte Summe entspräche —, so brauchen die Preise doch nicht über ihren bisherigen Stand zu steigen, wenn und weil der neuen Kaufkraft auch eine gleichzeitig auftretende neue Ware entspricht.“[15])

Bezieht sich die Schaffung der neuen Kaufkraft im Wege der Kreditgewährung jedoch nicht allein auf die Diskontierung von Warenwechseln, sondern auch auf eine beliebige Vermehrung der übrigen Bankzahlungsmittel, so setzt die preissteigernde Tendenz ein, weil die neue Kaufkraft ohne korrespondierende Vermehrung der Warenmenge auftritt. Geht von der Kreditexpansion ein Einfluß auf das Preisniveau aus, so stellen sich dieselben Wirkungen auf den Außenwirtschaftsverkehr ein wie bei der übermäßigen Notenemission. Zwischen der Notenemission und der Kreditexpansion bestehen die engsten Beziehungen, da die eine die andere stets im Gefolge hat. Bei beiden zeigt sich dieselbe pendelartige Schwankung der Handelsbilanzgestaltung. Solange der Außenwert der Währung noch über deren Kaufkraftparität liegt, macht sich ein geringer Export und ein hoher Import bemerkbar.

---

[14]) Overstone bei Wagner, A.: Die Geld- und Kredittheorie der Peelschen Bankakte. S. 9. Wien 1862.

[15]) Schumpeter, Jos.: Die goldene Bremse an der Kreditmaschine. Kölner Vorträge: Die Kreditwirtschaft. I. Teil. Leipzig 1927. S. 88.

Bei einem Sinken des Außenwertes unter den Binnenwert tritt „Ausverkauf", zu hoher Export, und „Importsperre" ein.

Als Folge der durch die Vermehrung der Bankzahlungsmittel sowohl als auch der durch die Notenvermehrung neugeschaffenen Kaufkraft macht sich meistens ein Sinken des Kapitalzinses bemerkbar. Die Kapitalfülle, in diesem Falle aufgebaut auf der vermehrten Noten- und Bankzahlungsmittelmenge, drückt zunächst den Zinsfuß herab und macht sich dann auf dem Kapitalmarkte bemerkbar. Das reichliche Kapitalangebot wendet sich dem Markte für langfristige Anlagen zu, was sich in einem Interesse für Emissionen von Pfandbriefen und anderen festverzinslichen Schuldverschreibungen kenntlich macht. Das Sinken des Zinsfußes hat ein Steigen der festverzinslichen Werte im Gefolge, da die Kapitaldisposition zum Effektenmarkte überströmt, dessen Kurse und Umsätze jetzt steigen. Die Kapitaldisposition erhält vorübergehend in den festverzinslichen Papieren eine höhere Verzinsung als am Geldmarkt, wenn und solange dieser seine Flüssigkeit beibehält. Während die festverzinslichen Papiere gewissermaßen in einem umgekehrten Verhältnis zum Zinsfuß stehen, werden die Dividendenpapiere nur langsam vom Zinsfuß beeinflußt, da die Bewegung der Dividendenpapiere noch von anderen Umständen abhängt, in der Hauptsache vom Unternehmergewinn. Bei fortschreitender zusätzlicher Kaufkraftvermehrung wendet sich die Kapitaldisposition nicht mehr in gleichem Maße den festverzinslichen Papieren zu, sondern hauptsächlich den Aktien und Anteilscheinen, weil die Geldentwertung sowohl eine Erhöhung der Zinssätze am offenen Markte als auch eine Entwertung der festverzinslichen Papiere mit sich bringt. Es kann sogar zu einer Flucht der Geldbesitzer in Sachwerte kommen, wenn das umlaufende Geld seine Eigenschaft als Werterhaltungsmittel verliert. In jedem Falle drückt sich der Ueberfluß an anlagesuchendem Kapital in erhöhten Börsenkursen der festverzinslichen Papiere und späterhin der Dividendenwerte aus. Durch das Steigen der festverzinslichen Papiere sowohl, als auch besonders der Dividendenpapiere kann nun seinerseits die Spekulation des Auslandes angeregt werden. Rechnet die Speku-

lation des Auslandes mit einer Erhöhung der inländischen Börsenkurse, so wird sie inländische Werte kaufen und es wird zu einer Ausfuhr von Wertpapieren kommen. Wie groß diese Ausfuhr wird, hängt von denselben Umständen ab wie beim Warenaußenhandel, d. h. der Anreiz zur Ausfuhr liegt wieder in der Kaufkraftparität.

Die Ausfuhr von Wertpapieren muß jedoch nicht stattfinden, sondern das ausländische anlagesuchende Kapital kann auch an die inländische Börse wandern, wenn es sich Termingeschäften zuwendet, oder mit einem Steigen des inländischen Zinsfußes rechnet. Die tatsächlichen und vermeintlichen Gewinnmöglichkeiten auf dem Effekten-, Geld- oder Warenmarkt sind es, welche der inländischen und ausländischen Kapitaldisposition ihren Weg zeigen.

Die Regelung des Geldumlaufs und die Regelung der Geldkapitalbereitstellung sind es also zunächst, welche den Notenbanken die Möglichkeit geben, auf die Weltmarktbeziehungen einen, wenn auch vielleicht unbeabsichtigten Einfluß auszuüben. Die Mengen der Noten und Depositen treten in diesem Falle als selbständige Faktoren im Preisbildungsprozeß auf.

2. Kapitel.

Spezielle Möglichkeiten der Einwirkung der Notenbanken auf die Weltmarktbeziehungen.

§ 3. *Die Förderung der Ausfuhr durch die Notenbanken*

Den allgemeinen Möglichkeiten einer Einwirkung der Notenbanken auf den großen Komplex wirtschaftlicher Beziehungen von Land zu Land stehen Kräfte gegenüber, die von den Notenbanken gepflegt werden können, um der Weltmarktbeziehung zu ermöglichen, sich speziell in bestimmter Richtung zu gestalten. Zu diesen Kräften gehört zunächst die Förderung der Warenausfuhr durch die Notenbanken. Auf dem Gebiete der Wechseldiskontierung und der Kaufkraftschaffung zum Zwecke der Finanzierung des regulären Warengeschäftes ist den Notenbanken die Gelegenheit gegeben, speziell auf die Warenausfuhr einzuwirken.

Die Exportgeschäfte wickeln sich auf Grund von Zahlung oder Akzeptleistung bei Vorlage der Verschiffungs- oder Verladungsdokumente ab. Der Exporteur kann eine Bank auf zweierlei Art in Anspruch nehmen. Zunächst kann er seiner Bank die Verschiffungs- oder Verladungspapiere übergeben, damit diese das Fakturenincasso besorgt. Sodann kann der Exporteur seiner Bank einen Wechsel, den er auf den inländischen Käufer oder dessen Bankverbindung gezogen hat, übergeben zum Zwecke der Einziehung oder zum Zwecke der Diskontierung oder Bevorschussung.

Während die Privatbanken heute den eigentlichen Kreditbedarf der Wirtschaft versorgen, sind die Notenbanken hauptsächlich nur noch Rediskontbanken. Bei der Wechseldiskontierung und beim Rembours- und Vinkulationsgeschäft hat die Notenbank nur die Aufgabe, den Ansprüchen der Privatbanken nachzukommen. Die Privatbanken finanzieren das Ausfuhrgeschäft. Die Notenbank fungiert hierbei nur als Bank der Banken. Sie ermöglicht den Privatbanken die Aufrecht-

erhaltung ihrer Liquidität. Den Gegenwert der von ihr diskontierten Wechsel leistet die Notenbank in bar oder durch Gutschrift auf Girokonto. Mit anderen Worten: sie stellt neue Kaufkraft zur Verfügung.

Diese beim Wechseldiskont oder Rembours- und Vinkulationsgeschäft auftretende Kaufkraftschaffung hat jedoch nichts gemein mit der Kaufkraftschaffung, die als Noten- bzw. Kreditinflation auftritt. Da „ein Warenwechsel im Grunde nichts anderes bedeutet als die Anweisung auf eine im Produktionsprozeß befindliche Ware",[16]) paßt sich die aus der Diskontierung bzw. Bevorschussung entspringende Kaufkraftschaffung der Warenbewegung ganz an. Sie reguliert sich selbst und läßt das Preisniveau und die Wechselkurse, abgesehen von minimalen Schwankungen, unverändert. Wenn auch infolge der Diskontierung von Wechseln eine Vermehrung der umlaufenden Geldmenge eintritt, so ist diese Geldvermehrung nicht als eine inflatorische anzusehen . Die Geldvermehrung ist nur eine provisorische. Die Wechselkredite werden nach bestimmter Zeit wieder zurückgezahlt; zudem löst sich ein Wechselkredit ständig mit einer Rückzahlung ab. Der Unterschied zwischen einem Wechseldiskontkredit und einer sonstigen Kaufkraftneuschöpfung liegt darin, daß der „Wechseldiskontkredit pünktlich zurückgezahlt wird".[17]) Die Kaufkraftschaffung im Wege der Wechseldiskontierung und der Rembourskreditgewährung vermag daher auch nicht über Preisniveau und Wechselkurse hinweg einen Einfluß auf den internationalen Handel auszuüben. Die Einwirkung auf die Weltmarktbeziehung ist lediglich von dem Maße abhängig, in dem die Notenbanken für Rediskonten zugänglich sind.

Die Ausfuhr eines Landes — vorausgesetzt, daß sie auf dem internationalen Markt erfolgreich konkurrieren kann und dort aufgenommen wird — kann sich steigern, wenn den Banken genügend Mittel zur Exportfinanzierung zur Verfügung stehen. Vom Standpunkte der Liquidität können die

---

[16]) Bendixen, Fr.: Das Wesen des Geldes. München 1922. Seite 38.

[17]) Schumpeter, J.: Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung. Leipzig 1926. S. 204.

Privatbanken die bei ihnen hinterlegten ersparten Mittel, die Depositen, nur zu einem Teil nutzbar machen. Hinzu kommt noch, daß die Banken ein bestimmtes Verhältnis in ihren Anlagen wahren. Sie verteilen ihre Guthaben entsprechend der Beschaffenheit der Depositen auf Umsatz-, Betriebs- und Anlagekredite. Für den Warenaustausch bleibt daher nur ein Teil übrig, der zum größten Teil von den am Auslandsgeschäft interessierten Banken zur Exportfinanzierung benutzt wird. Eine inflatorische Krediteinräumung auf Grund von Blancokrediten würde die Parität zwischen Innen- und Außenwert des Geldes zerstören und dann eine schädigende Wirkung auf den Außenhandel ausüben. Somit ist es den Banken nur möglich, sich innerhalb der vom Gesetz der Liquidität gezogenen Grenzen am Wechseldiskont- und Remboursgeschäft zu beteiligen.

Welche Bedeutung die Notenbanken für die Ausfuhrförderung haben können, hängt von den Bedingungen ab, zu denen sie Warenwechsel überhaupt diskontieren. Die Bedingungen selbst sind darin begründet, wie hoch die Notenbanken mit Rücksicht auf ihre Reserven ihren Bestand an Wechseln anwachsen lassen können.

In Zeiten einer Geldflüssigkeit werden die Notenbanken weniger in Anspruch genommen, da dann die Privatbanken selbst die Mittel haben, bedeutende Akzeptkredite einzuräumen. Die Notenbanken scheiden dann ungefähr aus beim Exportgeschäft. Die Exportfinanzierung vollzieht sich dann derart, daß der Exporteur gegen seine Verschiffungs- oder Verladungsdokumente von seiner Bankverbindung einen Vorschuß erhält. Die Bank ihrerseits ,welche hierdurch die Konnossemente und Tratten erhält, leitet diese an ihren ausländischen Geschäftsfreund an dem betreffenden Platze weiter. Die Bank kann nun bei dem ausländischen Geschäftsfreund das Akzept leisten, oder den Geschäftsfreund mit der Präsentation der Dokumente gegen Zahlung beauftragen. Die Privatbanken selbst brauchen bei diesem Vorgang nur darauf zu achten, die Kredite zu gewähren, ohne die Verbindlichkeiten zu erhöhen. Sodann müssen sie sicher sein, daß sie die Wechsel jederzeit bei der Notenbank diskontieren können.

Bei einer Geldmarktversteifung oder nach voraufgegangener Inflation, wenn die Kreditbanken noch nicht wieder in den Besitz von größeren Beständen an fremden Geldern gelangt sind, tritt der Rückgriff auf die Notenbank ein. Dann beginnt das Wechselmaterial zur Notenbank zu strömen. In einem solchen Fall berücksichtigt die Notenbank im allgemeinen zuerst solche Wechsel, welche Betriebsmittel schaffen sollen für Industrie- oder Geschäftszweige, „denen volkswirtschaftlich nützliche Aufträge aus dem Ausland vorliegen, die aus Mangel an Mitteln andernfalls nicht ausgeführt werden können". [18]) Diese „Diskrimination" in der Kreditgewährung wird indessen nicht von allen Notenbanken gepflegt, sondern nur von solchen, welche nach amerikanischem Vorbild die einzelnen Symptome der allgemeinen Wirtschaftslage analysieren und sie mit spezifischen Mitteln behandeln. Leidet eine Industrie beispielsweise unter der Schleuderkonkurrenz des Auslandes, so kann auch hier die Notenbank dieser Industrie den Kampf kreditpolitisch erleichtern. Sie kann bestimmte Richtungen der Außenwirtschaftsbeziehung beeinflussen, indem sie nach diesen Gesichtspunkten bei ihrer Kreditgewährung diskriminiert. Die Förderung der Warenausfuhr nach diesem Prinzip müssen die Notenbanken nur dann vornehmen, wenn sie bewußt Konjunkturschwankungen ausgleichen wollen.

Die Inanspruchnahme der Notenbanken bei der Finanzierung des Exportgeschäftes ist also im allgemeinen der Geldmarktlage entsprechend verschieden. Nur bei einer Geldmarktversteifung kann sich in der Hauptsache ein Einfluß der Notenbanken auf die Warenausfuhr geltend machen. Sind die Notenbanken bei einer allgemeinen Geldknappheit in der Lage, ohne die Reserven zu stark anzugreifen, neben Inlandswechseln auch Auslandswechsel weiterhin bei gleichbleibenden Sätzen zu diskontieren, so wird die Warenausfuhr auf zweierlei Art gefördert. Zunächst ist es dem Exporteur, wie im vorhergehenden erörtert wurde, überhaupt möglich, sein Ausfuhrgeschäft weiter zu tätigen, weil ihm der Gegenwert

[18]) Bosch, Werner: Die Epochen der Kreditrestriktionspolitik der Deutschen Reichsbank 1924/26. Dissert. Stuttgart 1927. S. 38.

für seine Waren von seiner Bank, die auf die Notenbank zurückgreift, weiterhin bevorschußt wird. Die Geldverknappung selbst sodann verringert die inländische Kaufkraft und führt zu einer Liquidierung von Warenvorräten im Inland, welche ihrerseits zu einer geringen Senkung der Warenpreise führen kann. Diese Preissenkung, welche auch noch so gering sein mag, macht immerhin die Waren auf dem Auslandsmarkt, soweit dieser dafür aufnahmefähig ist, konkurrenzfähiger und fördert somit die Ausfuhr.

Die Möglichkeit der Ausfuhrförderung durch die Notenbanken bewegt sich in engen Grenzen, da der Außenhandel hauptsächlich die Vermittlung der Privatbanken in Anspruch nimmt. Besondere Maßnahmen zur Förderung der Ausfuhr im Wege der Exportfinanzierung bestehen bei den Notenbanken nicht.[19]) Auch ist die Förderung der Ausfuhr bzw. die Exporterleichterung durch die Notenbanken meist nur vorübergehender Natur.

§ 4. *Die Heranholung von Auslandskapital durch die Notenbanken.*

Bedeutsamer als die Einwirkung, welche die von den Notenbanken zur Verfügung gestellte Kaufkraft für Wechseldiskontierung und Warenbevorschussung auf die Weltmarktbeziehung haben kann, erscheint der Einfluß der Notenbanken bei der Heranholung von Auslandskapital. Während eine Ausfuhrförderung sich günstig auf Währung, Volkswirtschaft und Zahlungsbilanz auswirkt, kann ein Import von Auslandskapital Gefahren in sich bergen. Die Ansichten über die Zweckmäßigkeit oder Unzweckmäßigkeit der Verwendung von Auslandskapital sind geteilt. Eins steht jedoch fest, daß die Einführung von fremdem Kapital ohne Gegenleistung im Gegensatz zur Warenausfuhr jedenfalls mit ihrem Zinsbetrage meistens ein Passivposten in der Zahlungsbilanz des betreffenden Landes ist. Jedoch kann die für die Zahlungsbilanz un-

---

[19]) Eine Ausnahme bilden die amerikanischen Notenbanken. Den europäischen Notenbanken stehen teilweise Institute zur Seite, die von ihnen gegründet sind, um speziell die Ausfuhr zu fördern. So z. B. in Frankreich: die Banque nationale francaise du Commerce Exterieur, in Deutschland: die Golddiskontbank.

günstige Wirkung für die Volkswirtschaft an sich aufgehoben werden durch die Art der Verwendung der ausländischen Kapitalanlagen im Inland.

An der Heranholung von Auslandskapital kann eine Notenbank auf verschiedene Weise beteiligt sein.

Erklärt sich eine Notenbank bereit, die aus Anleihen stammenden Devisen jederzeit zum Parikurs in Währungsgeld ihres Landes umzutauschen, so trägt sie schon damit wesentlich zur Heranziehung von Auslandskapital bei. Ist durch eine Geldverknappung im Inlande die Aufnahme einer Auslandsanleihe erforderlich geworden, so werden die Kreditdevisen mittelbar oder unmittelbar an die Notenbank verkauft. Die Bereitwilligkeit der Notenbank zum Devisenankauf in Verbindung mit der Geldverknappung ist hierbei mitbestimmend für eine weitere Heranziehung von Auslandskapital.

Die Funktion der Notenbank, Devisen anzukaufen und in ihre Zahlungsmittel umzuwandeln, ist an die Voraussetzung gebunden, daß zunächst Auslandskapital überhaupt einströmt. In der Gestaltung ihres Diskontsatzes ist der Notenbank speziell die Möglichkeit gegeben, einen Einfluß auf das Auslandskapital auszuüben. So hat eine Diskonterhöhung, ganz allgemein gesagt, die Aufgabe: im Inlande die Kreditgesuche einzuschränken und vom Auslande Kapital anzuziehen.

Die Einwirkung einer Diskonterhöhung auf die internationale Kapitalbewegung ist abhängig von der Spanne zwischen Privatdiskontsatz und Notenbanksatz. Der Zinssatz des offenen Geldmarktes ist maßgebend für eine Beeinflussung der Geldübertragung, weil er überhaupt der wirkliche „Preis für die Kapitaldisposition“ [20]) ist. Bei einem hohen Notenbanksatz und einem niedrigen Privatdiskontsatz würde das Ausland keinerlei Anreiz zur Anlage verspüren. Da das transponible Kapital meist Geld auf kurze Termine ist, wird es nur dort angezogen, wo während einer bestimmten Zeit ein guter Preis dafür bezahlt wird. Zudem besteht es meistens aus Bankakzepten, erstklassigen Wechseln, die nur nach dem Privatdiskont berechnet werden. Weil der Privatdiskont den

[20]) Cassel, Gust.: Theoret. Sozialök., a a. O. S. 188.

auf den freien Kreditmärkten jeweils herrschenden Zinsfuß öffentlich zum Ausdruck bringt, also nur, aber nicht immer auf eine „Konstatierung" des Zinssatzes eingestellt ist, bleibt derselbe maßgebend für die Heranholung von Auslandskapital. Ein höherer Notenbankdiskont bleibt ohne Wirkung auf den Zinsfuß des Landes und hiermit auf das Auslandskapital, solange große Unterschiede in der Preisbemessung für Kredite seitens der Notenbank und anderer Kreditgeber bestehen. Dies besagt jedoch keineswegs, daß die Notenbank nicht einen Einfluß auf den Umfang der Kredite und hiermit auf die Konjunkturentwicklung und den Zinsfuß des Landes auszuüben vermag, wenn sie je nach der Geldmarktlage den Marktzinsfuß unterbietet oder darüber hinausgeht. Die Anpassung des Privatdiskonts an den Notenbankdiskont ergibt sich aus der Geldmarktlage des betreffenden Landes, und ist abhängig von dem Maße, in dem bei einer Aenderung des Notenbanksatzes eine größere oder geringere Inanspruchnahme der Notenbank zu erwarten ist.

Neben der Höhe des Zinsfußes sind für die internationale Kapitalwanderung noch andere Momente entscheidend. Die Geldgeber werden sich nur zu Kapitalanlagen in einem fremden Lande entschließen, wenn ihnen neben einem höheren Zinsfuß auch gleiche Sicherheit, Befristung und Marktfähigkeit wie im eigenen Lande gewährt erscheinen. Die Gefahrenprämie ist oft ausschlaggebend. Der Zinsfuß ist mitbestimmend, aber mitunter nicht ausschlaggebend. Er kann oft „mehr Wirkung als Ursache der Bewegungstendenzen auf dem Kapitalmarkt"[21]) sein.[22])

Die Diskonterhöhung gibt den Notenbanken nur eine mittelbare Beeinflussungsmöglichkeit der internationalen Geld-

---

[21]) Lansburgh, Alfred: Der internationale Kapitalmarkt im Kriege und nach dem Kriege. Stuttgart 1916, S. 12. Finanz- und volksw. Zeitfragen. 27. Heft.

[22]) Neisser weist bspw. nach, daß das Kursrisiko bei Dreimonatskreditgeschäften London nach Berlin oder Paris nach London wesentlich mitbestimmend ist für die Kapitalbewegung zwischen diesen drei Geldmärkten.

[22]) Neisser, Hans: Der internationale Geldmarkt vor und nach dem Kriege. Weltwirtsch. Archiv. 29. Band (1929 I), hersg. v. B. Harms. Jena 1929. S. 226.

übertragungen. Die Wirkungen sind in der Hauptsache von der Gefolgschaft der Privatbanken und der Bedeutung, die der Zinsveränderung am offenen Geldmarkt beizulegen ist, abhängig.

Gegenüber einer Diskonterhöhung stellt das Mittel der Kreditrestriktion einen Anreiz zu steigender Heranholung von Auslandskapital dar. Führt eine Notenbank eine scharfe Begrenzung der an sie herantretenden Kreditgesuche durch, so trägt sie wesentlich dazu bei, daß die Kreditsuchenden ausländisches Kapital einführen. Von einer Kreditrestriktion werden zuerst die privaten Banken betroffen. Die Kredit- und Zinspolitik der Privatbanken erfährt durch die Notenbankrestriktion eine völlige Umstellung. Dadurch, daß den Privatbanken die Sicherheit genommen wird, im Notfalle ihr Wechselportefeuille von der Notenbank rediskontiert zu bekommen, werden sie in ihrer Kreditgewährung stark beschränkt. Die Privatbanken werden, um ihre Dispositionen den veränderten Verhältnissen anzupassen, ihre bisher in Wechseln, Lombards, Reports und gedeckten Warenvorschüssen angelegte Kapitaldisposition in tägliches Geld umwandeln und so die Kreditgewährung an die Wirtschaft einschränken. Diese allgemeine Einschränkung der Kredite führt zu einer Erhöhung des Kapitalzinses, da die Kreditsuchenden einen hohen Satz zahlen, um überhaupt Kapitaldisposition zu erhalten. Die gesteigerte Nachfrage der Kreditsuchenden wendet sich dem Auslandskapital zu.

Die Kreditrestriktion, die als schärfste Maßnahme der Notenbank die Struktur des Geldmarktes völlig verändert, wirkt auf dem Umwege über die Umlagerung der Kapitalien auf die ausländische Kapitalübertragung. Da die Banken wenig Akzeptverbindlichkeiten eingehen, weil ihnen der Zugang zur Notenbank versperrt ist, wenden sie ihre Gelder nur noch dem Umsatzkreditgeschäft und dem Börsengeldmarkt zu. Der Flüssigkeit am Markt für kurzfristige Gelder (tägliches Geld und Monatsgeld) steht eine völlige Knappheit an Geldern für längere Fristen gegenüber. Der erhöhte Geldkapitalzins bietet eine gute Anlage für das langfristige Auslandskapital, und wird dessen Zustrom fördern. „Gewisse Grenzen für die Be-

weglichkeit des Geldkapitals steckt allerdings auch hier das Risiko im internationalen Verkehr, vor allem das Valutarisiko."[23]) Neben dem einströmenden ausländischen Kapital auf längere Fristen können auch kurzfristige Kapitalien hereinkommen. Diese sind jedoch nur Diskontkredite auf erste Wechsel und Kredite gegen Effektensicherheit.

Bei der Heranholung von Auslandskapital wirkt die Kreditrestriktion umgekehrt wie die Diskonterhöhung. Während bei der Diskonterhöhung eine Zinsfußerhöhung die Geldknappheit hervorruft, verläuft bei der Kreditrestriktion „der Mechanismus umgekehrt, indem die Zinserhöhung nicht die Kreditverknappung hervorruft, sondern ihr folgt".[24])

Die endgültigen Wirkungen, welche sowohl eine Kreditrestriktion als auch eine Diskonterhöhung auf die Weltmarktbeziehung haben, zu beurteilen, bleibt einem späteren Abschnitt vorbehalten. Für die abstrakte Betrachtung genügt es, in Erwägung gezogen zu haben, wie beide in Verbindung mit der Bereitwilligkeit zum Umtausch von Devisen, der Notenbank speziell die Möglichkeit geben, auf die Heranholung von Auslandskapital einen Einfluß auszuüben. Daneben ist noch zu erwähnen, daß die Notenbanken selbst hin und wieder im Auslande leihen.

Das durch die Notenbank unmittelbar oder mittelbar hereingeholte Auslandskapital vermag seinerseits auch eine vorübergehende Wirkung auf die Weltmarktbeziehung auszuüben. Werden die aus einem Auslandskredit stammenden Devisen durch Ankauf der Notenbank in inländische Zahlungsmittel verwandelt, so bedeuten dieselben eine Vermehrung der umlaufenden Zahlungsmittelmenge im Inlande, falls nicht gleichzeitig die sonstige Notenausgabe entsprechend eingeschränkt wird. Die Zahlungsmittelvermehrung ihrerseits würde die Tendenz haben, eine Erhöhung des Preisniveaus herbeizuführen und hierdurch gegebenenfalls eine Steigerung der Importe und eine Verminderung der Exporte hervorzurufen.

---

[23]) Weigmann, H.: Kritischer Beitrag zur Theorie des internationalen Handels. Jena 1926. S. 50.

[24]) von Beckerath, Herbert: Die Gefahren übermäßiger Auslandskredite für Währung und Wirtschaft. Kölner Vorträge. Band 2. „Die Kreditwirtschaft" II. Teil. Leipzig 1927. S. 8.

Die gesteigerte Einfuhr und verminderte Ausfuhr wiederum würden jedoch eine vermehrte Nachfrage und ein vermindertes Angebot an Devisen hervorrufen. Die Notenbank gibt zum Ausgleich Devisen ab und erhält dafür ihre Zahlungsmittel zurück. Die einsetzende Zahlungsmittelverringerung in Verbindung mit dem Ueberangebot von Auslandswaren wirkt preissenkend und steigert die Ausfuhr, wenn die Preissenkung die Ausfuhrwaren unter Weltmarktniveau drückt. So kann schließlich „auf dem Wege der Umwandlung der Devisen in Inlandszahlungsmittel ein Preisausgleich und eine Vermehrung des Volksvermögens eintreten, wenn diese Geschäfte mit Gewinn abgeschlossen werden". [25]) Der „Gewinn" der Volkswirtschaft bei dieser Transaktion besteht in einer Stärkung des Sozialproduktes auf Kosten des Auslandes. Ein Gewinn kann erzielt werden, wenn die einsetzende Ausfuhr die Einfuhr übertrifft. Auch ist ein Gewinn möglich, wenn die Auslandskredite wieder kurzfristig an das Ausland ausgeliehen werden und die Effektivverzinsung im Auslande höher ist als im Inlande. Des weiteren besteht ein „Gewinn" der Volkswirtschaft darin, wenn die Auslandskredite der Finanzierung der Rohmaterialbeschaffung oder der Absatzfinanzierung des Exportgewerbes dienen. Wenn es sich um die Finanzierung fester Exportaufträge handelt, trägt das Ausland einen Teil der Kosten der Exportarbeiten, weil sie das Inland noch nicht so billig oder noch nicht im gleichen Umfange tragen kann. In Wirklichkeit wird dieser Vorgang nur selten eintreffen, da er die Voraussetzung bedingt, daß sich die Währungs-, Kredit- und Warenmarktverhältnisse im Auslande nicht gleichzeitig ändern.

---

[25]) Prion, W.: Geldmarktlage und Reichsbankpolitik. Leipzig 1927, S. 20. 2. Heft der Studienges. f. Währungs- u. Finanzreform e. V. Berlin.

3. Kapitel.

Allgemeine Mittel der Einwirkung der Notenbanken auf die Weltmarktbeziehungen.

§ 5. *Die Diskontpolitik der Notenbanken.*

Die wichtigsten Mittel der Notenbanken, einen Einfluß auf die Weltmarktbeziehungen auszuüben, sind die Diskontpolitik und die Kreditrestriktion. Beide Mittel wurden bereits angedeutet, jedoch schälen sie sich aus dem Bereich der Möglichkeiten heraus und lassen einen direkten Zusammenhang mit den Weltmarktbeziehungen erkennen.

Eine Veränderung des Diskontsatzes kann ihre Ursache in inländischen Produktionsverhältnissen haben. In Zeiten einer fortschreitenden wirtschhaftlichen Entwicklung oder bei einem Konjunkturaufschwung steigert sich stets der Geldbedarf in dem Lande, welches von der Entwicklung betroffen wird. Die Diskontierungsgesuche bei der Notenbank wachsen an; gleichzeitig hebt sich der Satz für private Kapitaldisposition. Der Geld- und Kreditbedarf der Wirtschaft wird von der Notenbank befriedigt, solange das erforderliche quantitative Verhältnis zwischen Notenzirkulation und Rücklagen gewahrt bleibt. Ueber dieses Verhältnis hinaus kann die Notenbank auch weiterhin die Bargeldbedürfnisse und Kreditgesuche befriedigen, wenn die Zusammensetzung ihrer Aktiva die für die plötzlich auftretende Inanspruchnahme entsprechende Qualität besitzt. Die Zusammensetzung der Barreserven, der Wechselbestand mit Rücksicht auf die durchschnittliche Laufzeit der Wechsel und deren Beträge, die Qualität der sonstigen Aktiven, das Gepräge des Geldmarktes und die Art und voraussichtliche Dauer des Aufschwungs bestimmen die Notenbank zu einer Aenderung ihres Diskontsatzes. Eine Diskonterhöhung wird in Zeiten mit überhandnehmender Spekulation stets, in Zeiten mit zu erwartender Krise vor Ausbruch der Krise einsetzen. In Zeiten einer Flüssigkeit am Geldmarkt, bei einer Verbilli-

gung der Kapitaldisposition und nach Ablauf einer Krise setzt die Notenbank meist den Bankdiskont herunter.

Daneben ist eine Diskontsatzänderung auch auf Ursachen zurückzuführen, die nicht in Verbindung mit inländischen Produktionsverhältnissen stehen. Die Gestaltung des internationalen Kapitalmarktes, insbesondere aber der Stand der fremden Wechselkurse sind die wichtigsten von ihnen.

Die Einwirkung der Diskontpolitik auf die Weltmarktbeziehungen eines Landes ist in den Rückwirkungen begründet, welche eine Diskontänderung auf die Gestaltung der Wechselkurse, auf den Goldvorrat, sowie auf die Kreditkosten, den Wechselumlauf, die Notenmenge und vor allem auf die internationale Kapitalwanderung ausübt.

Eine Aenderung des Diskontsatzes bewirkt eine Aenderung der fremden Wechselkurse, weil die Höhe des Zinsfußes die internationale Kapitalwanderung und dadurch die Zahlungsbilanz beeinflußt. Ungleichmäßigkeiten der Zahlungsbilanz, welche durch ein Heranziehen oder Abgeben von Kapitaldisposition hervorgerufen werden, finden ihren Ausdruck in einem Steigen oder Sinken der Wechselkurse.

Eine Diskonterhöhung, welche eine Erhöhung des Leihpreises für Kapitaldisposition bedeutet, bietet, wie bereits oben erwähnt, dem Auslandskapital eine für gewisse Zeit günstige Kapitalanlage besonders in langfristigen Wechseln. Die Länder A, B oder C (d. h. die Spekulanten in diesen Ländern) kaufen bei einer Diskonterhöhung in D, wenn D „ungünstige" Wechsekurse hat, Wechsel auf D, um die zu erwartende Kurssteigerung zu profitieren, d. h. den höheren Diskontsatz zu genießen. Den Gegenwert der gekauften Wechsel leisten die „Länder", indem sie Wechsel remittieren oder auf sich ziehen lassen. Daneben dienen als Gegenwert häufig Effekten und Goldbarren. Durch die vermehrte Nachfrage des Auslandes (A, B, C) steigt der ausländische Wechselkurs auf das Inland (D). Durch die Arbitrage und das vermehrte Angebot an Auslandswechseln sinkt der inländische Kurs auf das Ausland entsprechend.

Gleichzeitig verteuert eine Diskonterhöhung den Goldexport in einem Lande, dessen Währung auf Gold basiert.

Wenn der ausländische Wechselkurs in einem Lande den oberen Goldpunkt überschritten hat und es bereits zu einer Ausfuhr von Gold gekommen ist, erscheint der Goldexport nach einer Diskonterhöhung nicht mehr vorteilhaft, wenn sich die Goldexporteure das notwendige Kapital in Gold in Form eines Darlehns beschaffen müssen. Der höhere Zinssatz schränkt die Goldausfuhr ein und führt somit zu einer Festigung des Goldbestandes der Notenbank, welche ihre Rate erhöht hat. Darüber hinaus führt eine Diskonterhöhung zu einem Import von Gold. Entfernt sich der inländische Wechselkurs auf das Ausland mehr und mehr von dem Goldausfuhrpunkte und überschreitet das innere Pari, so setzt eine Goldeinfuhr ein, wenn der untere Goldpunkt des Wechselkurses erreicht wird. Bei niedrigem Wechselkurs ist es für die Besitzer fremder Wechsel vorteilhafter, ihre Forderungen in Gold einzuziehen, als die Wechsel mit einem Kursverlust zu verkaufen, der größer ist als die Transportkosten der Goldübersendung. Sodann wird die Goldeinfuhr durch eine Diskonterhöhung auch insofern gefördert, als die ausländischen Schuldner infolge des höheren Zinssatzes am Leihgeldmarkt ihre Debetsalden in dem Lande mit hohem Diskont vermindern. Umgekehrt veranlaßt der höhere Zinsfuß die inländischen Gläubiger zur Zurückziehung ihrer Guthaben aus dem Auslande.

Für die Beeinflussung der internationalen Bargeldübertragungen ist der Zinssatz das wichtigste und wirksamste, wenn auch nicht einzige Mittel. Andere Maßnahmen der Notenbanken, welche den Zweck haben, die Einfuhr von Gold zu erleichtern und die Goldausfuhr zu erschweren, ergänzen teilweise die Diskontpolitik. Solche Maßnahmen können darin bestehen, zinsfreie Vorschüsse auf Goldzufuhren zu gewähren, oder die Ankaufs- und Verkaufspreise von Barrengold und ausländischen Münzsorten zu verändern. Diese Maßnahmen laufen ebenfalls darauf hinaus, die Erreichung der Goldpunkte zu verschieben. Dasselbe gilt von der Devisenpolitik und dem Halten ausländischer Guthaben. Ihre Bedeutung liegt in der Ausgleichung der Schwankungen der Zahlungsbilanz zwischen den einzelnen Monaten. Devisenpolitik und Halten von ausländ-

dischen Guthaben haben Gemeinsames. Sie arbeiten in umgekehrter Richtung wie die Diskontpolitik. Sie stellen dem Ausland kurzfristige Mittel zur Verfügung, während die Diskontpolitik bezweckt, Auslandskapital anzuziehen.

Neben der Einwirkung einer Diskonterhöhung auf die Wechselkurse und die Goldbilanz geht eine Beeinflussung des Effektenmarktes einher. Der Umsatz an den Börsen, der Umfang der Spekulation und das Kursniveau sind abhängig von der Steifheit oder Flüssigkeit des Geldmarktes. Zwischen dem Geldbedarf der Börse und dem Diskontsatz besteht ein enger Zusammenhang. So wird der Privatdiskont vielfach von der Art und dem Umfang der Börsengeschäfte entscheidend beeinflußt. Die Reportsätze der Börse wiederum sind abhängig vom Notenbankdiskont. Die Erhöhung des Diskontsatzes bewirkt ein Ansteigen der Reportsätze, wie überhaupt jede Nachfrage nach liquiden Mitteln nur zu einem hohen Satz befriedigt werden kann. Die Effektenbesitzer werden, soweit sie Zeit- oder Prämiengeschäfte tätigen, ihre Wertpapiere realisieren, da sie nur noch mit Unkosten prolongieren können. Der Engagementabbau findet zunächst in Papieren mit mehr stabilem Kurs, beispielsweise Staatspapieren statt. Ausländische Papiere mit ebensolchen Kursen werden gleichfalls abgestoßen. Soweit dieselben im Inlande nicht wieder abgenommen werden, nehmen sie ihren Weg zu den Börsen ihrer Emissionsländer. Im weiteren Verlauf der durch die Diskonterhöhung hervorgerufenen Geldmarktversteifung erstrecken sich die Effektenverkäufe sodann auf Papiere, deren Kurse stark zu sinken drohen. Die übermäßige Effektenrealisierung hat bei gleichbleibender, teilweise sogar eingeschränkter Nachfrage im Inlande ein Sinken des allgemeinen Preisniveaus der Wertpapiere zur Folge. Die Kurse fallen umso stärker und anhaltender, je mehr und länger der hohe Diskontsatz durch die Möglichkeit hoher Verzinsung eine Anlage in Wechseln lohnend macht. Durch die niedrigen Börsenkurse wird das Ausland zum Ankauf der Inlandspapiere veranlaßt. Ein Effektenexport ist das Ergebnis der durch die gefallenen Börsenkurse hervorgerufenen Effektenverkäufe ausländischer Papiere im Inlande und der Ankäufe des Auslandes.

Die Wirkung der Diskonterhöhung, einen hohen Wechselkurs in einen niedrigen umzuwandeln, tritt nur dann ein, wenn im Auslande nicht auch gleichzeitig eine Diskonterhöhung vorgenommen wird. Wenn das Land A seinen Diskont erhöht, um Kapitaldisposition anzuziehen, wird das Land B oft zu der Gegenmaßregel veranlaßt, seinerseits den Diskont zu erhöhen. Dadurch wird ein Diskontieren von B-Wechseln in B erschwert und die Heranholung von Kapitaldisposition von B nach A gehemmt. Auch ist eine Uebertragung von Geldkapital (Gold und Kapital im engeren und weiteren Sinne) trotz des höheren Zinses nur dann möglich, wenn im Auslande die starke Zinserhöhung kein Mißtrauen erweckt, wie es z. B. in England bei der Krise im Jahre 1866[26]) geschehen sein soll. Schließlich ist die Wirkung einer Diskonterhöhung auf den internationalen Kapitalverkehr noch abhängig von dem durch Angebot und Nachfrage bedingten Gesamtumsatz der Wechsel. Trotz der Bereitwilligkeit des Auslandes, jeden Wechsel zu kaufen, kann eine Senkung des inländischen Kurses und eine Steigerung des ausländischen Wechselkurses nicht eintreten, wenn zu wenig diskontfähiges Material vorhanden ist.

Die Einwirkung einer Diskonterhöhung auf den internationalen Warenverkehr steht in engster Verbindung mit dem Zusammenhang zwischen Warenpreisniveau und Zinssatz. Eine Diskonterhöhung wirkt auf das allgemeine Preisniveau dadurch, daß sie die Zahlungsmittelversorgung des Verkehrs beeinflußt. Darlehn und Anleihen, welche durch eine Diskonterhöhung verteuert werden, üben eine hemmende Wirkung auf viele Unternehmungen aus. Neue Unternehmungen oder Erweiterungen von bestehenden Unternehmen werden durch den höheren Darlehnszins, wenn dieser höher ist als der reale Kapitalzinsfuß, von vorneherein behindert. Andere Unternehmungen, welche bei einem niedrigen Zinsfuß gerade bestehen können, werden gezwungen, den Umfang ihres Betriebes einzuschränken. Unternehmungen, für welche eine zeitweilige Verfügung über finanzielle Mittel unerläßlich ist, weil sie

[26]) Wicksell, Knut: Vorlesungen über Nationalökonomie. Theor. Teil. II. Band „Geld und Kredit". Jena 1922. S. 126.

Kapitaldisposition brauchen, um bestimmte Phasen ihres Produktionsprozesses zu finanzieren, werden am meisten von dem höheren Leihsatz beeinträchtigt. Käufe von Rohmaterial und halbfertigen Waren, welche sonst von diesen Unternehmungen bei einem niedrigen Zins auf Kredit getätigt werden, werden eingeschränkt oder sogar zum Teil eingestellt. Die verringerte Nachfrage kann dadurch bei gleichbleibendem Angebot die Preise der Rohstoffe und halbfertigen Waren herabdrükken. Gehen die Preise unter das Weltmarktpreisniveau, so ist ein Export dieser Waren die Folge.

Die Wirkung des erhöhten Leihsatzes auf die Senkung der Rohstoff- und Halbfabrikatpreise ist aber nicht übermäßig stark. Denn die Preissenkung entspricht größtenteils nur der der Diskonterhöhung voraufgegangenen Preissteigerung, welche im Verlaufe einer gesteigerten Kaufkraftvermehrung auftritt. Soweit eine Ausfuhr von denjenigen Waren in Frage kommt, welche auf die Preisvorteile im Auslande reagieren, können diese, da es sich meist um Rohstoffe und Halbfabrikate handelt, welche international gehandelte Massenwaren sind, nur einmalig oder in begrenzter Menge abgegeben werden, zumal wenn das betreffende Land diese Waren nicht selbst erzeugt, oder im Auslande ein Ueberangebot in diesen Waren gegenübersteht. Die Senkung unter das Weltmarktpreisniveau tritt bei Rohstoffen und halbfertigen Waren auch selten ein, weil die nicht auf Kredit angewiesenen Unternehmungen diese Waren, soweit es ihre Mittel erlauben, schon bei der inländischen Preissenkung in stärkerem Maße kaufen werden, um sie ihrer Verwertung zuzuführen. Fühlen sich einige von diesen Unternehmungen finanziell kräftig genug, so können sie von einer Realisierung ihrer Fertigprodukte absehen und hiermit zurückhalten, bis sich die Kapitalknappheit einigermaßen behoben hat und wieder bessere Preise für die Fertigprodukte von inländischen Käufern bezahlt werden.

Der kurzfristigen Beeinflussung des Marktes für Rohstoffe und halbfertige Waren entspricht eine gleiche auf dem Markte für Fertigfabrikate. Da der gleichfalls durch die Diskonterhöhung gehobene Depositenzinsfuß zum Sparen anregt, und dieses Sparen in Verbindung mit den teureren Darlehn

einer Stillegung von Zahlungsmitteln entspricht, wird auch die Nachfrage auf dem Markt für Fertigfabrikate eingeschränkt. Dazu kommt noch, daß wiederum die Schwierigkeit, Leihgeld zu erhalten, einige Unternehmungen zu forcierten Verkäufen ihrer Bestände zwingt. Auch bei den Fertigfabrikaten setzt eine Tendenz zur Ausfuhr ein, wenn sich ihre Preiskurve unter das Weltmarktpreisniveau senkt.

Bevor eine Konkretisierung des Problems der Einwirkung des Diskontsatzes (der absoluten Höhe des Diskonts) auf die Handelsbilanz vorgenommen wird, sind die Möglichkeiten abzuleiten, die der Weltmarktbeziehung aus einer Diskontsenkung erwachsen.

Nach Beendigung einer Krise, bei Flüssigkeit am Leihgeldmarkt oder in Anpassung an die Diskontsenkung einer fremden Notenbank kann der Diskontsatz erniedrigt werden. Eine Diskontsenkung bedeutet eine allgemeine Entspannung der Geldmarktlage.

Steht der Diskontsenkung in einem Lande nicht gleichzeitig eine Senkung des Notenbanksatzes in den übrigen Ländern gegenüber, so hat die Diskontsenkung die umgekehrten Wirkungen auf die Weltmarktbeziehungen des einen Landes wie eine Diskonterhöhung. Für diese Wirkungen ist die absolute Senkung des Diskontsatzes ausschlaggebend. Der Notenbanksatz ist hier gleichfalls nur der Maßstab für die Bewegungen der Diskontmärkte.

Die Diskontsenkung bringt in einem Lande neben einer Senkung des Darlehnszinses auch eine Senkung des Depositenzinsfußes mit sich. Ist die Diskontsenkung so stark, daß der Depositenzinsfuß dem des Auslandes gleichkommt, oder noch unter den ausländischen Depositenzinsfuß geht, so ist mit einem Rückfluß der fremden kurzfristigen Kapitalien ins Ausland zu rechnen. Darüber hinaus kann es zu einer Kreditausfuhr kommen, wenn dem einheimischen Kapital im Auslande eine höhere Verzinsung winkt. Den Anreiz zu einer Goldausfuhr vermag die Diskontsenkung gleichfalls zu geben, wenn sie die Wechselkurse bis zum oberen Goldpunkt steigen läßt.

Auf dem inneren Kapitalmarkt setzt, durch die Senkung des Notenbanksatzes hervorgerufen, eine Konkurrenz zwischen

Notenbank und Privatbanken ein. Die von der Notenbank wieder zum billigen Satze zur Verfügung gestellte Kaufkraft tritt mit den Ersparnissen in Wettbewerb. Das verstärkte Angebot von Kapitaldisposition paßt den Zinssatz für langfristige Darlehn allmählich demjenigen für kurzfristige an. Werden die zur Verfügung gestellten Bankzahlungsmittel vom Verkehr in größerem Maße aufgenommen, als die Produktion und der Warenumsatz gesteigert wird, so steigt das Preisniveau.

Ein Fallen des Satzes für Leihgeld regt zu Ankäufen von Effekten und Waren an. Festverzinsliche Werte des Inlandes sowohl wie des Auslandes werden bevorzugt. Auslandspapiere, die eine gute Verzinsung bringen, werden eingeführt. Mit dem Anziehen der Effektenkurse, hervorgerufen durch die verstärkte Nachfrage, geht eine Steigerung verschiedener Warenpreise einher. Das Fallen des Leihsatzes mit seinem Anreiz zu Ankäufen verstärkt die Nachfrage nach Rohstoffen und halbfertigen Waren sowie nach anderen Materialien im Großhandel. Eine Tendenz zur Festigung der Preise setzt ein. Bei einem billigeren Angebot des Auslandes an diesen nachgefragten Waren setzt eine Wareneinfuhr ein, während die Warenausfuhr durch die höheren Preise des Inlandes gehemmt wird.

Wird jetzt die Frage aufgeworfen, inwiefern die Veränderungen der Weltmarktbeziehungen von den Bewegungen des Diskonts abhängen, so kann diese Frage dahin beantwortet werden, daß zunächst die Diskontsatzänderung einen Einfluß auf das Preisniveau ausübt, und später dieses veränderte Preisniveau sich auf die Weltmarktbeziehung auswirkt.

Für eine Konkretisierung des Problems der Einwirkung des Diskontsatzes auf die Weltmarktbeziehung ist es daher erforderlich, zunächst die theoretischen Zusammenhänge zwischen einer Zinssatzänderung und der Gestaltung des allgemeinen Preisniveaus zu erörtern. Nach Klarlegung dieser Zusammenhänge ist dann zu untersuchen, inwiefern Veränderungen in der Weltmarktbeziehung auf Veränderungen des allgemeinen Preisniveaus, die durch Aenderungen des Zinssatzes hervorgerufen werden, zurückzuführen sind. Das Er-

gebnis der Untersuchung ist schließlich, daß die durch die Zinssatzänderungen hervorgerufenen Schwankungen des Preisniveaus die Weltmarktbeziehung beeinflussen. Ein erfahrungsmäßiger Beweis ist allerdings sehr schwer zu erbringen, wie ja auch beispielsweise die nach der Konjunkturtheorie existierenden Zusammenhänge zwischen dem der Zinsänderung unterworfenen Kreditvolumen und der Konjunkturbewegung von der Erfahrung nur in sehr beschränkter Weise bestätigt werden.

Als Mittel zur Beeinflussung der internationalen Goldbewegungen wird die Normierung des Diskontsatzes allerseits anerkannt. Auch eine bestimmte Abhängigkeit der internationalen Kapitalübertragung (Leihgeld und Effektenanlagen) von der Höhe des Diskontsatzes wird kaum angezweifelt. Nur der Zusammenhang von Diskontsatz, oder allgemein gesagt, von Zinsfuß für Kapitaldisposition und Warenpreisniveau wird vielfach bestritten. Die Schwierigkeit des Problems besteht darin, daß die konkrete Wirklichkeit zu wechselnd ist, um einen direkten Zusammenhang erkennen zu lassen.

Zum Maßstab für die Wirkung einer Zinssatzänderung kann das Gesamtwarenpreisniveau angenommen werden, denn es handelt sich nur um einige Warengruppen, die auf eine Zinsänderung nicht reagieren. Die Unabhängigkeit einiger Waren vom Zinssatz ist darauf zurückzuführen, daß in der heutigen Wirtschaft durch die bekannten organisatorischen Maßnahmen die Preise und Produktionskosten mancher Waren dem freien Spiel des Marktes entzogen sind.

Am meisten wird die Ansicht von Wicksell über den Zusammenhang zwischen Zins und Preisen vertreten. Wicksell macht in dem ihm eigentümlichen Erklärungsgang die Differenz zwischen Bankzins und „Realzins" verantwortlich für eine Preisgestaltung am Waren- und Effektenmarkt. Unter Realzins versteht Wicksell „den Zinsfuß, bei welchem die Nachfrage nach Darlehnskapital und der Vorrat an ersparten Mitteln sich gerade mit einander decken, und der dem erwarteten Ertrage der neugebildeten Kapitalien mehr oder weniger entspricht".[27]) Wicksell setzt vor allem die Preisgestaltung

[27]) Wicksell: Geld und Kredit, a. a. O. S. 221.

der Produktionsgüter in Abhängigkeit von den Ertragsaussichten, die sich aus der Differenz zwischen Realzins und Bankzins ergeben.

Auch Cassel[28]) spricht sich ähnlich wie Wicksell für den Zusammenhang zwischen Zins und Preisen aus und sieht sogar die Diskontpolitik als wirksames Mittel an, das Preisniveau zu beeinflussen. Ebenso findet die Abhängigkeit des Preisniveaus vom Zins allgemeine Anerkennung in der angloamerikanischen Literatur. So ist Fisher[29]) ganz der Ansicht, daß Schwankungen im Zinsfuß dazu führen, die Preise der verschiedenen Artikel zu variieren.

Für die Erklärung des Zusammenhangs zwischen Zins und Preisen ist es erforderlich, zunächst darzulegen, in welcher Weise im Verlaufe der wirtschaftlichen Entwicklung ein hoher oder niedriger Zinssatz auf die Wirtschaftsgestaltung einwirkt. Es ist nicht ohne weiteres gesagt, daß ein hoher Zinssatz geschäftliche Transaktionen in einem bestimmten Grenzbezirk unrentabel macht, und daß umgekehrt bei einem niedrigen Zinssatz Wirtschaftsbetätigungen rentabel werden, die vorher bei Zuhilfenahme von Krediten bei höherem Zinssatz nicht rentierten und daher nicht ausgeführt werden konnten. Maßgebend für eine Beeinflussung der wirtschaftlichen Entwicklung ist vielmehr nur ein Zinssatz, welcher die Banken in ihrer Regulierung der Zahlungsmittelversorgung beeinflußt. So wirkt ein hoher Zinssatz nur hemmend auf die Wirtschaftsentwicklung, wenn und weil er eine Einschränkung der Zahlungsmittelversorgung des Verkehrs zur Folge hat. Die unvermeidliche Folge der Zahlungsmittelverknappung ist dann bei gleichbleibendem Warenangebot eine Senkung des Warenpreisniveaus. Diese Preissenkung wird noch verstärkt, wenn die Zahlungsmittelverknappung so stark ist, daß sie eine Liquidierung von Warenvorräten mit sich bringt. Umgekehrt wirkt ein niedriger Zinsfuß nur auf die Wirtschaftsgestaltung, wenn und weil er zu einer Konkurrenz der Banken auf dem Kapitalmarkt führt, indem die Depositen mit neu ge-

---

[28]) Cassel: Theorie, a. a. O. S. 468.

[29]) Fisher, Irving: Die Kaufkraft des Geldes. Ihre Bestimmung und ihre Beziehung zu Kredit, Zins und Krisen. Berlin 1916. S. 156.

schaffenen Bankzahlungsmitteln in Wettbewerb treten. Diese „Extra-Kaufkraft" konkurriert mit der echten-alten-Kaufkraft und hat, weil ihr keine Vermehrung des Warenangebots gegenübersteht, eine Preissteigerung zur Folge.

Die Tendenz einer Einwirkung des Zinssatzes auf das Preisniveau kann somit als bestehend hingenommen werden. Fraglich ist noch der Grad der Wirksamkeit und die Richtung, in der sich die Einwirkung der Zinssatzänderung auf das Preisniveau kenntlich macht.

Die Wirksamkeit einer Zinssatzänderung hängt im wesentlichen von der Differenz zwischen der früheren und späteren Zinshöhe ab. Je größer diese Differenz ist, umso stärker wirkt auch der veränderte Zinsfuß auf das Warenpreisniveau ein, wenn die Vorbedingungen für die Wirksamkeit gegeben sind. Ob diese Vorbedingungen in der Differenz zwischen dem „tatsächlichen Darlehnszins" und dem „normalen Zins" liegen oder in der Erweiterung bzw. Einengung der Kreditgewährung, ist hierbei gleichgültig. Auch wird der Grad der Wirksamkeit einer Zinsfußänderung auf das Warenpreisniveau vielfach bestimmt durch die Abhängigkeit der verschiedenen Unternehmungen vom bankmäßigen Kreditvolumen. Je größer die Zahl der Unternehmungen ist, die Schuldner in laufender Rechnung sind, oder sich stets durch Diskontierung oder Lombardierung Zahlungsmittel zur Aufrechterhaltung ihres Betriebes beschaffen müssen, umso ausgeprägter ist dann die Wirkung des veränderten Zinsfußes auf das Preisniveau.

Die Richtung, in welcher sich die Zinsänderung auf das Warenpreisniveau auswirkt, hängt, wie oben angedeutet, davon ab, ob die Preise der Waren nicht durch organisatorische Maßnahmen stabil gehalten werden. Sodann beeinflußt die Zinssatzänderung eher die Preise der Produktivgüter als die Preise der Konsumtionsgüter, weil die Preisgestaltung der Produktivgüter in großem Maße von den Ertragsaussichten abhängen, die sich „aus der Differenz zwischen Realzins und Bankzins" ergeben.

Die Einwirkung der Zinssatzänderung über das Warenpreisniveau hinaus auf die Handelsbilanz steht in enger Be-

ziehung mit dem Grad der Wirksamkeit und der „Richtung" welche die Zinsänderung nimmt. Für die Bewegung der Ein- und Ausfuhr ist die Tatsache maßgebend, daß sich die Inlandspreise günstiger bezw. ungünstiger gestalten als die Auslandspreise.

Die nach der Zinsfußsenkung auftretende „überflüssige" Geldkaufkraft wendet sich vielfach dem Auslande zu, wohin sie durch die Preissteigerung auf dem inländischen Markte geleitet wird. Die Unternehmungen der verarbeitenden Industrien sehen sich bei niedrigem Zins veranlaßt, Kredit zu nehmen, um ihre Rohstoffeinfuhr zu finanzieren. Besonders die Produktionsmittelindustrien, bei denen der Auslandsabsatz in erster Linie zur Aufrechterhaltung der Produktion dient, führen bei niedrigem Zins in erhöhtem Maße Rohstoffe ein. Während der niedrige Zins mithin die Einfuhr von Rohstoffen begünstigt, wird andererseits unter dem Einfluß der inländischen Marktgestaltung, bei Ausdehnung des Inlandsmarktes durch die Verbilligung der Kreditkosten, der Export von Waren des Massenumsatzes zurückgehen, weil im Inlande bessere Preise hierfür erzielt werden. Da zugleich keine Vermehrung der für das Ausland bestimmten Exportartikel infolge der inländischen Preiserhöhung stattfindet, so stellt sich die Handelsbilanz bald so ein, daß sie zu Ungunsten des Inlandes ausfällt.

Bei hohem Zinsfuß gestaltet sich die Einwirkung des Preisniveaus auf den Außenhandel umgekehrt als beim niedrigen Zins. Viele Unternehmungen, welche von dem hohen Zinssatz betroffen werden, sind gezwungen, ihre Liquität durch Abstoßung ihrer Warenvorräte auch ans Ausland wiederherzustellen. Diese Liquidierung der Warenvorräte in Verbindung mit der inländischen Preissenkung fördert die Ausfuhr. Die Ausfuhr geht jedoch nach Abstoßung der Läger wieder zurück. Insbesondere gelangen jene Waren zur Ausfuhr, welche mehr oder weniger vertretbare Waren des Massenumsatzes sind, und für die kein bestimmter Verbrauchszweck festliegt. Andererseits wird die Einfuhr der meisten Fertigwaren gehemmt, weil die Fertigwareneinfuhr ganz von der — im hier betrachteten Stadium ungünstigen — Preisgestaltung im Inlande abhängt.

Sodann wird auch die Einfuhr der übrigen Waren gehemmt. Solange der Zins hoch ist, erscheint auch den Unternehmern die Einschlagung von Produktionsumwegen, wie sie durch Einfuhr stattfinden kann, unrentabel. Der hohe Zins ist mithin der Wareneinfuhr ungünstig, während er die Warenausfuhr vorübergehend begünstigt.

Zusammenfassend ist festzustellen, daß Teilgebiete des Außenhandels durch die Höhe des Zinses beeinflußt werden. Wenn auch die von vielen Autoren gemachte Feststellung zutrifft, daß diese Bewegungen des Außenhandels mehr von der Gestaltung der Preisrelationen abhängen als vom Zinsfuß, so erscheinen diese Widersprüche bald als behoben, wenn die Preisbewegungen in Beziehung zum Zinsfuß gebracht werden, und erkannt wird, daß die Preisrelationen wiederum von der Gestaltung des Zinses abhängen. Es läßt sich nicht leugnen, daß viele Bewegungen des Zinses und der Preise nur möglich sind bei einer entsprechenden Zahlungsmittelregulierung, wie sie durch den Diskont stattfinden kann. Es dürfte unbestritten sein, daß bei einer Diskontsenkung in einer Reihe von Grenzfällen Wirtschaftsbetätigungen rentabel werden, die vorher bei Zuhilfenahme von Krediten bei höherem Zinssatz nicht rentierten und daher nicht ausgeführt werden konnten, und daß andererseits bei einer Diskonterhöhung geschäftliche Transaktionen in einem bestimmten Grenzbezirk unrentabel werden. Deshalb ist auch die Tendenz, daß die Diskontpolitik auf gewisse Bezirke der Preisbildung und über das Warenpreisniveau hinaus auf die Gestaltung der Handelsbilanz einzuwirken vermag, unbestritten. Fraglich ist allein der Grad ihrer Wirksamkeit, der von vielen konkreten Nebenbedingungen abhängig ist, besonders von den volkswirtschaftlichen Situationen des Auslandes.

§ 6. *Die Kreditbegrenzung der Notenbanken.*

Die Kreditrestriktion stellt eine weitere Methode der Beeinflussung des Kreditmarktes dar. Während die Deutsche Reichsbank schon vor dem Weltkriege Versuche einer Restriktionspolitik gegenüber den großen Kreditbanken unter-

nommen hatte, ging nach dem Kriege zuerst der Federal Reserve Board von der Diskontpolitik zur Restriktion über. Vier Jahre später, am 7. April 1924, war die Deutsche Reichsbank zum ersten Male seit Bestehen der neuen Währung genötigt, denselben Schritt zu tun. Kurze Zeit später bedienten sich auch die Notenbanken von Frankreich und Italien dieses Mittels. In England sind die Versuche einer Kreditrestriktion älter. Im Jahre 1793 versuchte die Bank von England im Verlauf jener großen Krise, welche damals in England herrschte, zum ersten Male ihre Kreditgewährung an die Erwerbswelt einzuschränken. Die Restriktion konnte sich jedoch nicht behaupten, da die Regierung eingriff und eine weitere Kreditbeschränkung verbot.

Die Kreditrestriktion setzt dann ein, wenn das Mittel der Diskontpolitik auf große Schwierigkeiten stößt. Da die Diskontpolitik eine Beeinflussung des Leihgeldmarktes durch den Geldzins darstellt, muß sie auch, um wirksam zu sein, die Fähigkeit haben, den Zinsfuß des Marktes zu beeinflussen. In Zeiten, wo die Festsetzung eines den Marktsätzen auch nur annähernd entsprechenden Notenbanksatzes unmöglich ist, weil der Zinsfuß des freien Marktes nicht mehr der „wirkliche Preis für die Kapitaldisposition“ [30]) ist, sondern lediglich eine Risikoprämie darstellt, ist eine Beeinflussung des Kreditmarktes von Seiten der Zentralnotenbank nur noch möglich vermöge ihres Mittels der Kreditrationierung. Auch kann die Zentralnotenbank eines Landes bestimmt werden, zum Mittel der Kreditbegrenzung zu greifen, wenn eine Regulierung ihrer Kreditinanspruchnahme auf dem Wege der Diskonterhöhung schädigend auf den Auslandskredit wirken würde. Nach einer Inflation, wenn die Sätze des freien Marktes außerordentlich hoch sind, würde ein Diskont, der sich diesen Sätzen nähert, alarmierend und zugleich schädigend für den Neuaufbau des Auslandskredits sein. Die Kreditrestriktion wird also dann eingeführt, wenn die Wirksamkeit und Zulänglichkeit der Diskontpolitik für die Zwecke der Regelung der Kreditmenge in Frage gestellt ist.

---

[30]) Cassel: Theoret. Sozialök. S. 188. a. a. O.

Kreditrestriktion und Diskonterhöhung haben in ihrer Einwirkung auf die Weltmarktbeziehungen viel Gemeinsames. Der Unterschied zwischen beiden besteht darin, daß sich die Restriktion bedeutend stärker auf das innere und äußere Wirtschaftsleben auswirkt. Während die Diskontpolitik in ihren Wirkungen von der Bedeutung einer Zinsänderung völlig abhängig ist, stellt die Restriktion einen direkten Eingriff in den Kreditmarkt dar. Sie erstreckt sich sowohl auf das kurzfristige Leihkapital als auch auf die dauernden und langfristigen Hingaben des Kapitalmarktes.

Die erste Wirkung einer Kreditrestriktion trifft die privaten Banken. Da die Notenbank den Ansprüchen der Banken nicht mehr wie sonst nachkommt, sind die privaten Banken bestrebt, ihre Anlagen in liquide Mittel umzuwandeln, weil sie, um ihre Liquität aufrechtzuerhalten, jetzt selbst die erforderlichen Zahlungsmittel bereithalten müssen. Ihre täglich fälligen Guthaben und ihre unproduktiven Kassenbestände wachsen daher an. Neben dieser im Interesse der Liquidität der privaten Banken stattfindenden Umlagerung der Kapitalien macht sich eine immer größer werdende Einengung am Privatdiskontmarkt bemerkbar, weil die Rediskontierungsmöglichkeit bei der Notenbank behindert ist. Der somit steigenden Flüssigkeit am Markt für tägliche Gelder steht eine gänzliche Knappheit an langfristigen Geldkapitalien und Kapitaldisposition für Wechselbeziehungen allmählich gegenüber. Die Folge davon wird ein Steigen des Zinssatzes am Geldmarkt für längere Fristen sein. Dieser steigende Zinsfuß wiederum kann der Heranholung von Auslandskapital günstig sein. Eine Einwirkung der Kreditrestriktion auf die Außenwirtschaftsbeziehung ist somit schon gegeben, als sie fördernd auf die Einfuhr von Auslandskapital wirkt.

Bevor jedoch der steigende Zinssatz am Geldmarkt für längere Fristen die Einfuhr von Auslandskapital lohnend macht, kann die Maßnahme der Kreditrestriktion zur Folge haben, daß einzelne Wirtschaftszweige zur Beschaffung von Betriebsmitteln, ihre Waren- und Devisenvorräte, soweit sie solche im Besitz haben, in großem Umfange abstoßen. Diese Bestandsliquidierung hat einen preissenkenden Einfluß auf

gewisse Warengruppen. Da die meisten Industrieprodukte (Produktiv- sowohl wie Verbrauchsgüter) zu den Vorratsgütern gehören, mehr als es die landwirtschaftlichen Erzeugnisse sind, werden ihre Preise von den Veränderungen im Angebot am meisten betroffen. Auch die vertretbaren Güter des Massenabsatzes werden von der Bestandsliquidierung erfaßt. Die Ausfuhr dieser Waren wird gefördert, soweit deren Preise unter das Weltmarktpreisniveau sinken. Ihrer Natur nach finden sie leicht neue Absatzwege ins Ausland, wenn auch zu verhältnismäßig ungünstigen Preisen. Die Ausfuhr dieser Waren braucht keine einmalige zu sein, wie es bei der Diskontpolitik, wie schon erwähnt, meist der Fall ist, „weil bei der Diskontpolitik unter dem Druck der Zinsfußerhöhung die Vorräte in der Volkswirtschaft ebenfalls reduziert werden, neue Geschäfte durch den hohen Zinsfuß jedoch auf längere Zeit behindert werden".[31]) Bei der Kreditrestriktion sind neue Geschäfte dagegen möglich durch die einsetzende Einfuhr von Auslandskapital. Die Ausfuhr jener Waren kann daher eine anhaltende sein, solange sich die Preise dieser Waren unter den Weltmarktpreisen bewegen und solange deren Export durch Kreditmittel in ausländischer Währung unterstützt wird.

Während die Kreditverknappung in Verbindung mit der Preissenkung der Vorratsgüter zunächst zu einer allgemeinen Einfuhrminderung führt, dient das im weiteren Verlauf der Restriktion einströmende Auslandskapital mitunter dazu, importierte Auslandswaren, welche zur Hebung der Produktion erforderlich sind, zu bezahlen. So nimmt mit dem wachsenden Zufluß von Auslandskapital die Wareneinfuhr, besonders die Einfuhr von Rohstoffen, allmählich wieder zu.

Analog den Vorgängen am Warenmarkt und am Devisenmarkt macht sich auch am Effektenmarkt nach Einführung der Restriktion ein Realisierungsbedürfnis fühlbar. Die Realisierung von Effektenbeständen macht sich in einem Rückgang der Effektenkurse bemerkbar. Die niedrigen Effekten-

---

[31]) Schumpeter, Jos.: „Kreditkontrolle". Archiv f. Sozialw. u. Sozialpol. Band 54. S. 295. Tübingen 1925. Heft 2.

kurse können ihrerseits dem Auslande einen Anreiz zum Kauf geben.

Der Grundsatz der Quantitätstheorie kann als der leitende Gedanke bei der Kreditrestriktion angesehen werden. Wenn die Geldvermehrung zusätzliche Kaufkraft schafft, so werden über kurz oder lang Goldabflüsse oder Störungen der Parität des Inlandsgeldes zum Auslandsgeld eintreten. Diese Störungen in der Parität machen in Ländern mit Goldwährung oder in Ländern, die eine bestimmte Parität des Inlandsgeldes mit dem Auslandsgeld aufrechterhalten wollen, eine Eindämmung der Geldvermehrung aus intervalutarischen Gründen erforderlich. Diese Eindämmung geschieht durch eine Kreditrestriktion, wenn die Störungen ihre temporäre Natur verloren haben. Die Durchführung der Kreditrestriktion bedarf hierbei einer Isolierung des inländischen Kreditmarktes vom Auslande, wenn die Notenbank die Konjunkturentwicklung durch Sperrung der Kredite an bestimmte Teile der Wirtschaft beeinflussen will. Wenn die Notenbank dagegen nur beabsichtigt, die inländische Zahlungsmittelvermehrung einzustellen, um eine Währungsveränderung zu beschränken, kann Auslandskapital angezogen werden. Dieses letztere kann geschehen, indem die Kreditrestriktion mit einer Diskonterhöhung verbunden wird.

4. Kapitel.

Spezielle Mittel der Einwirkung der Notenbanken auf die Weltmarktbeziehungen.

§ 7. *Die Währungssicherung.*

Um die Wertschwankungen des Geldes auf ein Mindestmaß zu beschränken, stehen den Zentralnotenbanken verschiedene Mittel zur Verfügung. Diese Mittel verlieren ihre Bedeutung in Zeiten einer Inflation, wenn das Geld nicht mehr als Werterhaltungsmittel, sondern lediglich nur noch als Zahlungsmittel dient. Die Wirksamkeit dieser Mittel ist nur gewährleistet in Ländern mit geordnetem Geldwesen. Ihre Grundlage ist eine Goldwährung, oder eine Währung, welche in einer bestimmten Parität zum Auslandsgeld steht und für die Zwecke des Außenhandels zu verwenden ist.

Die Maßnahmen laufen darauf hinaus, die Wertschwankungen des Geldes, welche an dem Stand der Wechselkurse zu erkennen sind, vorübergehend zu gestalten. Diskontpolitik und Kreditrestriktion sind solche Maßnahmen. Sie werden jedoch nur bei größeren temporären und anhaltenden Störungen in den Wechselkursen angewandt. Bei kleineren Abweichungen und Störungen kurzfristigen Charakters dienen der Zentralnotenbank zur Währungssicherung die Mittel des Gold- bzw. Devisenankaufs, die Gold- und Devisenhergabe sowie die Anlage bzw. Einziehung ausländischer Guthaben. Diese Mittel werden jeweils angewandt, je nachdem sich die Deckung des umlaufenden Geldes verschiebt oder die Wertschätzung des Geldes im Auslande schwankt.

Bei Anwendung dieser Mittel kommt es den Zentralnotenbanken jedoch nicht darauf an, die absolute Wertbeständigkeit des Geldes ihrer Volkswirtschaft zu erstreben. Es kommt den Zentralnotenbanken vielmehr nur darauf an, ihre Valuta in einem stabilen Verhältnis mit den Währungen zu halten, welche für den ständigen Zahlungs- und Warenverkehr mit ihrer Volkswirtschaft in Frage kommen. Die Mittel dienen

dazu, die Zahlungsbilanz, welche mitbestimmend ist für das Steigen und Sinken der Valuta, in einer Verfassung zu erhalten, welche die Parität zwischen Inlandsgeld und Auslandsgeld gewährleistet.

Es ist einer der Leitsätze der Theorie des auswärtigen Handels, daß ungünstige Wechselkurse die Ausfuhr fördern und die Einfuhr erschweren, dagegen günstige Wechselkurse die Einfuhr erleichtern und die Ausfuhr erschweren. Ein hoher fremder Wechselkurs ist den Warenexporteuren günstig, weil diese ihre Waren in dem Auslande mit höher bewerteter Valuta besser bezahlt erhalten als im eigenen Lande. Den Importeuren ist derselbe Kurs ungünstig, weil der ausländische Verkäufer einen auf den Importeur gezogenen Wechsel nur mit Kursverlust verkaufen kann und sich daher von vorneherein höhere Preise für seine Waren ausbedingt. Bei niedrigem fremden und eigenem hohen Wechselkurs verschiebt sich der Mechanismus zugunsten des Importeurs und zuungunsten des Exporteurs. Die Bezeichnung „ungünstiger" und „günstiger" Wechselkurs, wie sie vielfach in der Literatur gebraucht wird, ist irreführend, weil ein hoher oder niedriger Wechselkurs sowohl günstig als auch ungünstig für den Handel sein kann. Ungünstig bzw. günstig kann ein Wechselkurs nur dann genannt werden, soweit er als Symptom der Zahlungsbilanz betrachtet wird. Ein hoher fremder bzw. der eigene niedrige Wechselkurs ist insofern ungünstig, als er die Folge einer passiven Zahlungsbilanz sein kann. Das umgekehrte trifft den niedrigen fremden bzw. eigenen hohen Wechselkurs.

Der Wechselkurs ist der Preis der ausländischen Zahlungsmittel in inländischem Geld.[32]) Hierbei ist es gleich, ob diese Zahlungsmittel in Form von Wechseln, Schecks oder Buchforderungen auftreten. Das Wechselkursproblem kann als integrierender Teil des Preisbildungsproblems betrachtet werden, da die Höhe des Wechselkurses wie jeder andere Preis durch das Verhältnis von Angebot und Nachfrage be-

[32]) Hierneben gibt es noch andere Notierungsformen, so z. B. in England, wo der Wechselkurs als der Betrag der ausländischen Valuta notiert wird, der für ein Pfund Sterling gekauft werden kann.

stimmt wird. Angebot und Nachfrage nach ausländischen Zahlungsmitteln können aus dem jeweiligen Stand der Zahlungsbilanz und der Devisenspekulation entstehen. Aber nicht nur allgemeine Preisbildungsfaktoren, sondern auch Umstände, welche aus der Eigenschaft und Funktion der Devisen entstehen, sind für die Gestaltung der Wechselkurse mitbestimmend. Die Casselsche Theorie der Kaufkraftparitäten gibt eine diesen Umständen rechnungtragende Erklärung der Wechselkursbewegungen. Nach dieser Theorie[33]) sind die letzten Faktoren der Wechselkursgestaltung jene, von denen die innervolkswirtschaftliche Kaufkraft des Geldes abhängig ist.

Auf eine Untersuchung der Wechselkursbewegungen braucht hier nicht näher eingegangen werden. Nur soviel ist zu bemerken, daß das Verhältnis von Angebot und Nachfrage der unmittelbar wirkende Preisbildungsfaktor ist. Wenngleich die Wechselkurse einen Einfluß auf die Bewegungen des auswärtigen Handels ausüben, können andererseits auch die Wechselfälle der Außenwirtschaftsbeziehung unvermeidliche Schwankungen der Wechselkurse nach der einen oder anderen Seite hervorrufen. Es kann daher der Fall eintreten, daß sich die Wirkungen der Wechselkurse auf die Weltmarktbeziehungen als automatischer Mechanismus darbieten. Wenn die Bewegung des auswärtigen Handels durch Gleichgewichtsstörungen der Valutalage beeinträchtigt wird dergestalt, daß ein Ueberwiegen des Exports über den Import oder des Imports über den Export einsetzt, so werden durch diese Bewegung des auswärtigen Handels die Wechselkurse von selbst korrigiert. Theoretisch bedarf dieser Vorgang irgend einer Unterstützung nicht. Auch der Handel würde Mittel und Wege finden, sich gegen die Nachteile solcher Schwankungen zu schützen. Diese Mittel, die Unsicherheit aus der Kalkulation des Import- und Exporthandels auszuschalten, sind stets im überseeischen Verkehr in Uebung, wenn sich der Handel auf Länder erstreckt, die immer eine schwankende Valuta haben, wie es beispielsweise früher Argentinien war, und jetzt noch China und Indien sind. In diesen Ländern besteht

[33]) Cassel: Theoret. Sozialök. a. a. O. S. 460.

ein umfangreicher Wechsel-, Gold- und Silberterminhandel, der es ermöglicht, das Kursrisiko zu verteilen und die mannigfachsten Gelegenheiten zur Wechselkurssicherung zu gewähren.

Für einen reibungslosen Ablauf des Handels zwischen zwei Volkswirtschaften ist es praktisch jedoch erforderlich, daß ebenso wie eine normale Handelsfreiheit auch eine gewisse Stabilität der Wechselkurse gegeben ist.[34]) Der gegenseitige Handel zwischen zwei Ländern erleidet stets eine Störung bei stark schwankenden Wechselkursen.

Ist der Wechselkurs auf ein Land durch irgendwelche Umstände aus seiner Gleichgewichtslage herausgebracht worden, und steigt dieser Wechselkurs im Verhältnis zu den anderen Valuten, so setzen die bekannten Erscheinungen — Goldausfuhr, Hemmung der Warenausfuhr und Förderung der Wareneinfuhr — ein. Das umgekehrte ist bei einem Sinken des entsprechenden Devisenkurses bis zum Goldeinfuhrpunkt der Fall. Die Beeinflussung der Goldbilanz durch die Wechselkurse setzt nur bei Ueberschreiten der Goldpunkte ein, weil es dann für den Handel vorteilhafter ist, Gold zu versenden oder kommen zu lassen, als Devisen zu kaufen oder zu verkaufen. Die Beeinträchtigung der Handelsbilanz geschieht durch die Rückwirkung, welche ein schwankender Wechselkurs auf die Preise der Export- und Importwaren ausübt. Für die Beeinflussung der Handelsbilanz ist es maßgebend, daß sich die Preise dieser Waren vom Standpunkte des Auslandes ändern.

Die Erhaltung der Stabilität der Wechselkurse stellt ein spezielles Mittel der Zentralnotenbank zur Beeinflussung der Außenwirtschaftsbeziehung dar, wenn die Außenwirtschaftsbeziehung von Störungen, wie sie durch Schwankungen in den Wechselkursen hervorgerufen werden, verschont bleiben soll. Ihre Gold- und Devisenpolitik dienen diesem Zweck. Steigt der ausländische Wechselkurs in einem Lande bis zum oberen Goldpunkt, oder, was auf dasselbe hinaus kommt, sinkt der Kurs auf dieses Land im Auslande auf den unteren Goldpunkt, so daß eine Goldausfuhr ins Ausland einsetzt,

---

[34]) vergl. Eulenburg, Franz: Außenhandel und Außenhandelspolitik, Grundriß der Sozialökonomik. VIII. Abtlg. Tübingen 1929. Seite 140.

dann wird in vielen Fällen ein Ausgleich der Wechselkurse von selbst einsetzen. Das gehobene Preisniveau für Importwaren macht die Wareneinfuhr in dieses Land rentabler, während andererseits die Warenausfuhr gehemmt wird. Im Laufe der Zeit wird die vermehrte Wareneinfuhr in Verbindung mit dem verminderten Vorrat an barem Gelde die Tendenz haben, das Warenpreisniveau in dem betreffenden Lande zu senken. Da sich dieser Ausgleich jedoch lange hinziehen kann und auch von vorneherein nicht beurteilt werden kann, ob sich die eingetretene Veränderung der Handelsbilanz überhaupt selbst aufhebt, oder wie lange das Wegströmen des Goldes andauern kann, ergreifen die Notenbanken beim ersten Anzeichen eines beginnenden Goldabstromes Maßnahmen, um den Goldstrom zu hemmen und zurückzuleiten.

Um das Gold, das ins Ausland abgeflossen ist oder noch abzufließen droht, zurückzuholen bzw. zurückzuhalten, dient die Gewährung zinsfreier Vorschüsse auf Goldimporte, ferner die variable Festsetzung der Ankaufspreise für Gold, sowie auch eventuell die Zentralisierung des Inlandsgoldes bei der Zentralnotenbank. Daneben ist das wichtigste Mittel die Devisenpolitik, welche die angegriffenen Reserven ebenfalls wieder ergänzen soll, indem sie den Bestand an Devisen und ausländischen Guthaben steigert. Die Gewährung zinsfreier Vorschüsse auf Goldimporte und die Erhöhung des Ankaufspreises für Gold ermöglichen der Notenbank die Währungssicherung, wenn sie die Erwartungen, die auf sie gesetzt werden, rechtfertigen. Das Halten von Auslandsguthaben ist dagegen stets eine gute Stütze für die Notenbank im Kampfe um den Wechselkurs. Wenn der Notenbank große Forderungen auf das Ausland zur Verfügung stehen, kann sie durch Einziehung dieser Forderungen am besten die im Verlauf einer Valutasenkung gesteigerte Nachfrage nach Auslandszahlungsmitteln befriedigen. Hierdurch ist es der Notenbank möglich, einer allzu scharfen Steigerung des fremden Kurses durch Abgabe von Auslandsdevisen zu begegnen und so preisregulierend zu wirken.

Um die Störungen des auswärtigen Handels zu vermeiden und erfolgreich zu bekämpfen, ist es erforderlich, daß die

Gold- und Devisenpolitik jedes Disagio, welches die Währung erleidet, beseitigen kann. Die Notenbank kann diese Politik nur durchführen, wenn sie bereit ist, jedes dem Stande der Zahlungsbilanz entsprechende Aufgeld zu zahlen. In der Praxis scheitert diese Politik meist daran, daß ihre Durchführung für die Notenbank zu kostspielig ist.

Nur vorübergehend kann daher die Gold- und Devisenpolitik der Notenbanken die Zahlungsbilanz im günstigen Sinne beeinflussen. Auf die Dauer würde insbesondere der fortgesetzte Ankauf von Auslandswechseln darauf hinauslaufen, daß dem Auslande Kredit zu günstigeren Bedingungen gewährt würde, als ihn das Inland erhält. Die Politik wird nur soweit angewandt, daß sie eine Gold- bzw. Devisenreserve schafft, welche für Saisonanspannungen unbedingt erforderlich ist.

In Ländern mit Papierwährung, wo der steigende und fallende Wechselkurs keine obere und untere Grenze durch die Goldversendung findet, ist der Handel genötigt, sich durch langfristige Termingeschäfte in Wechseln gegen die Valutaschwankungen zu schützen. Auf dem Wege kurz- oder langfristiger Kreditierung, durch Wechsel, Anleihen oder Wertpapierübertragungen, können in diesen Ländern die schädigenden Einflüsse der Wechselkursschwankungen eingedämmt werden.

Bleiben in einem Lande mit Gold- oder Goldkernwährung die Devisenkurse trotz Hergabe des Gold- und Devisenvorrats über dem Goldausfuhrpunkte stehen, so setzt auch aus diesen Ländern zeitweise eine Effektenausfuhr ein. Denn die Wertdifferenz der Valuten gibt den Anreiz zur Ausfuhr von ausländischen Wertpapieren. Hierdurch kann gleichfalls einem weiteren Sinken der heimischen Valuta entgegengewirkt werden.

§ 8. *Die Währungsstabilisierung.*

Während die Währungssicherung ein spezielles Mittel ist, Störungen in der Weltmarktbeziehung zu vermeiden, ist die Währungsstabilisierung eine Maßnahme, durch welche die im Verlauf einer übermäßigen Kaufkraftvermehrung ent-

standenen Störungen beseitigt werden. Zu den volkswirtschaftlich „vorteilhaften" Wirkungen der Inflation wird gezählt, daß die mit ihr einhergehende Senkung der Kaufkraft der Währung im Verhältnis zum Ausland die Ausfuhr fördert und die Einfuhr erschwert. Die Entwertung der Währung beeinflußt den Außenhandel solange, als das Sinken des Geldwertes die Konkurrenzfähigkeit im Auslande steigert. Bei fortschreitender Geldentwertung hält die Tendenz der ausfuhrfördernden und einfuhrhemmenden Wirkung bis zu dem Zeitpunkte an, an welchem sich die Inlandspreise und Arbeitslöhne dem entwerteten Gelde angepaßt haben. In dem Augenblicke, wo sich der Innenwert mit dem Außenwert der Valuta deckt, ist die Inflationswirkung auf die Außenwirtschaftsbeziehung zu Ende.

Ein wesentliches Merkmal der Inflation ist der Mangel an Geldkapital. An Kapital im Sinne von Produktionsmitteln fehlt es meist nicht bei Beendigung einer Inflation. Denn die durch die Inflation hervorgerufene „Flucht in die Sachwerte" führt zu einer Vermehrung der Produktionsanlagen, sowie überhaupt zu einer vollständigen Umschichtung des Bedarfs. Dem Geldkapitalbedarf steht nur ein geringes Angebot an Leihkapital gegenüber. Das fehlende Geldkapital erschwert die Anschaffung von Rohstoffen und die Bezahlung von Löhnen. Durch diese produktionsverteuernde Tendenz erreichen die Preise ein Niveau, das über dem der Weltmarktpreise liegt. Diese Entwicklung, verbunden mit der durch die Inflation verursachten Schwächung des inneren Marktes, führt zu einem Rückgang der Ausfuhr und einer Zunahme der Einfuhr. Diese Wirkung tritt ein, weil die Stabilisierungsaktion die Wechselkurse auf die infolge der Kaufkraftsteigerung der Währung tiefer gelagerte Gleichgewichtslage herabsinken läßt.

Mit Beginn der Stabilisierung setzt eine Absatzstockung ein, weil die Stabilisierung die Wiederanpassung der inneren Preise an die Weltmarktpreise hervorrufen soll. „Man kann nicht auf eine Rückkehr zu derselben Währung wie vor der Inflation noch auch nur zu irgendeiner stabilen Währung hoffen, ohne eine kürzere oder längere Periode des Gelähmt-

seins durchzumachen."[35]) Die Folgen der Absatzkrise sind eine Zunahme der Arbeitslosigkeit, ein Rückgang der Produktionskosten und ein Fallen der Preise. Diese Preissenkung geht jedoch nicht soweit, daß sie das ganze Preisniveau beeinflußt. Sie erstreckt sich auf jene Waren, deren Produktion in engstem Zusammenhange mit der inländischen Konjunkturbewegung stehen. Das Sinken der Preise vermag das Verhältnis der Aus- und Einfuhrwerte zugunsten der Ausfuhrwerte zu verändern, jedoch wird diese Wirkung durch die entgegengesetzte Wirkung der sinkenden fremden Wechselkurse kompensiert. „Die aus der Verbilligung der Inlandswaren entstehende Exportprämie verschwindet, weil der fremde Wechselkurs um den gleichen Betrag, um den die Höhe des inländischen Preisniveau nachgegeben hat, fällt."[36]) Solange die Kaufkraft der Währung steigt, wird stets eine Förderung der Einfuhr und eine Hemmung der Ausfuhr vorherrschen. Das Beharren der Inlandspreise auf einem höheren Stande, als es der durch die gesunkenen Wechselkurse bestimmten Parität entspricht, erklärt sich aus der Verschiedenheit der Preisbewegung und der Wechselkursbewegung. Die Bewegung der Inlandspreise wird von der durch die Geldknappheit hervorgerufenen Liquidierung von Warenvorräten bestimmt. Die abgestoßenen Warenvorräte brauchen sich jedoch keinen Weg zum Ausland zu suchen, weil der Verbrauch im Innern die Gelegenheit des biligen Einkaufs wahrnimmt. Das Sinken des Preisniveaus infolge der einmalig vergrößerten Warenmenge (Warenlagerverkauf) wird somit durch den einmaligen Konsumtionsexzeß kompensiert. In der Außenwirtschaftsbeziehung werden dagegen die Preise der Export- und Importwaren durch die auswärtigen Wechselkurse ganz beherrscht. Die Unsicherheit, welche dem neuen Wechselkurs in den ersten Wochen anhaftet, stört zunächst die gesamte

---

[35]) Rist, Charles: Die Deflation und ihre Praxis in England, den Ver. Staaten, Frankreich und der Tschechoslowakei. Band 1 Weltwirtschaft und Wirtschaftspolitik in Einzeldarstellungen. Berlin 1925. S. 93.

[36]) Hahn, Albert: „Geld und Kredit". Gesammelte Aufsätze. Handelsbilanz-, Zahlungsbilanz-, Valuta-Güterpreise. Tübingen 1924. Seite 16.

Abwicklung des auswärtigen Handels. Erst im weiteren Verlauf der Stabilisierung setzt, durch die Differenz zwischen der Kaufkraftparität und dem Wechselkurs hervorgerufen, eine belebende Wirkung auf den Außenhandel ein. Solange der Außenwert der Valuta höher bleibt als der Innenwert, hat die Stabilisierung eine exportfördernde und importhemmende Wirkung. Sodann nimmt die Einfuhr zu und die Ausfuhr ab, weil sich im Inlande die Lagerhaltung neu bildet.

5. Kapitel.

Tatsachen einer Einwirkung der Notenbanken auf die Weltmarktbeziehungen.

§ 9. *Die Auswirkungen der internationalen Kreditverhältnisse auf die deutsche Wirtschaftsentwicklung* 1926—1928.

Daß die Diskontpolitik auf die Preisbildung und dadurch über das allgemeine Warenpreisniveau hinaus auch auf die Gestaltung der Handelsbilanz einzuwirken vermag, ist nach den oben gemachten Ausführungen der Tendenz nach unbestritten. Das Maß, in dem sich derartige Rückwirkungen praktisch geltend machen, hängt von der gleichzeitigen internationalen Kapitalbewegung ab, die auch in begrenztem Umfange durch die Diskontpolitik beeinflußt wird. In den nachstehenden Ausführungen soll gezeigt werden, wie die Entwicklung der deutschen Wirtschaft in den Jahren 1926—1928 von den internationalen Kreditverhältnissen abhängig war, und wie sich oben gemachte theoretische Ausführungen über die Bedeutung der absoluten Höhe des Diskonts mit den angeführten Tatsachen decken.

Die Uebereinstimmung des Zustroms kurzfristiger Auslandskredite nach Deutschland mit den deutschen Geldsätzen ist aus einem Vergleich der in Tabelle Nr. 1 gegebenen kurzfristigen Auslandskredite und der in Tabelle Nr. 2 gegebenen deutschen Geldsätze zu erkennen.

Tabelle 1.

Der Zufluß ausländischer Kredite nach Deutschland[37])
(Millionen *RM*)

Zeit	Langfristige Anleihen	Hauptsächlich kurzfristige Kredite	insgesamt
1926 Januar	169	-244	— 75
Februar	132	— 70	61
März	45	—177	—132
April	78	—276	—198
Mai	138	—179	— 42
Juni	242	—333	— 92

[37]) Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung. 4. Jahrgang. Heft 1. Berlin 1929. S. 38.

Zeit		Langfristige Anleihen	Hauptsächlich kurzfristige Kredite	insgesamt
1926	Juli	129	161	290
	August	34	116	150
	September	188	70	258
	Oktober	61	109	170
	November	224	—115	109
	Dezember	139	372	511
1927	Januar	16	148	164
	Februar	30	— 1	29
	März	41	186	227
	April	5	345	349
	Mai	51	192	242
	Juni	33	529	562
	Juli	389	180	568
	August	111	416	517
	September	170	102	272
	Oktober	478	— 19	459
	November	88	396	484
	Deezmber	—	425	425
1928	Januar	55	581	636
	Februar	103	275	378
	März	184	— 37	147
	April	74	432	505
	Mai	414	—156	258
	Juni	249	169	419
	Juli	6	422	428
	August	5	269	274
	September	103	121	224
	Oktober	33	473	506
	November	168	202	370
	Dezember	71	428	499

Tabelle 2.

Geldsätze in Berlin 1926—1928[38])
(In Monatsdurchschnitten)

Monat		Reichsbank-diskont %	Tägliches Geld %	Monatsgeld %	Privat-diskont %
1926	Januar	8,35	7,13	8,99	6,27
	Februar	8,00	6,04	7,43	5,46
	März	7,84	5,70	6,78	5,00
	April	7,00	4,64	6,01	4,86
	Mai	7,00	4,80	5,93	4,69
	Juni	6,60	4,81	5,77	4,52

[38]) Die Reichsbank. Verhandlungen und Berichte des Unterausschusses für Geld-, Kredit- und Finanzwesen. Berlin 1929. S. 62.

	Monat	Reichsbank-diskont %	Tägliches Geld %	Monatsgeld %	Privat-diskont %
1926	Juli	6,08	5,00	5,80	4,53
	August	6,00	4,96	5,88	4,61
	September	6,00	5,11	6,23	4,88
	Oktober	6,00	5,00	6,34	4,84
	November	6,00	4,77	6,41	4,63
	Dezember	6,00	6,03	7,39	4,73
1927	Januar	5,32	4,33	6,27	4,20
	Februar	5,00	5,41	5,92	4,23
	März	5,00	5,11	7,28	4,59
	April	5,00	5,84	7,07	4,62
	Mai	5,00	6,31	7,63	4,90
	Juni	5,67	6,04	8,24	5,30
	Juli	6,00	7,16	8,45	5,90
	August	6,00	5,74	8,22	5,83
	September	6,00	6,07	8,28	5,90
	Oktober	6,90	7,32	8,77	6,79
	November	7,00	6,05	8,80	6,76
	Dezember	7,00	7,26	9,05	6,87
1928	Januar	7,00	5,48	7,98	6,27
	Februar	7,00	6,66	7,77	6,20
	März	7,00	7,00	7,89	6,72
	April	7,00	6,80	7,98	6,70
	Mai	7,00	7,01	8,00	6,66
	Juni	7,00	6,55	8,07	6,62
	Juli	7,00	7,46	8,18	6,74
	August	7,00	6,16	8,42	6,69
	September	7,00	6,66	8,75	6,65
	Oktober	7,00	6,80	8,56	6,58
	November	7,00	6,85	8,23	6,28
	Dezember	7,00	7,46	8,89	6,81

Ersichtlich aus Tabelle 1 und 2 ist, daß die Bewegung der kurzfristigen Auslandskredite wesentlich mit der Bewegung der deutschen Geldsätze übereinstimmt. Als Zeichen einer Geldmarktverflüssigung ist der Abfluß kurzfristiger Kredite aus Deutschland anzusehen, wie er im Jahre 1926 verschiedentlich erfolgt. Dagegen tritt auch einmal trotz des niedrigen Privatdiskonts eine zunehmende Versorgung mit kurzfristigen Auslandskrediten ein. Dieser Vorgang ist erkenntlich an der Abweichung zwischen der Bewegung der deutschen Zinssätze und den Veränderungen in der Aufnahme kurzfristiger Auslandskredite zu Beginn des Jahres 1927. Diese widerspruchsvolle Erscheinung liegt daran, daß der „damalige Privatdiskont nicht der wahren Lage des Geldmarktes entsprach, weil der Reichsbankdiskont, von dem der Privatdiskont mehr oder weniger abhängt, zu einer Zeit sich bereits

Schaubild **1.**

Zinsspanne Berlin—New-York und Dollarnotierung in Berlin[1])

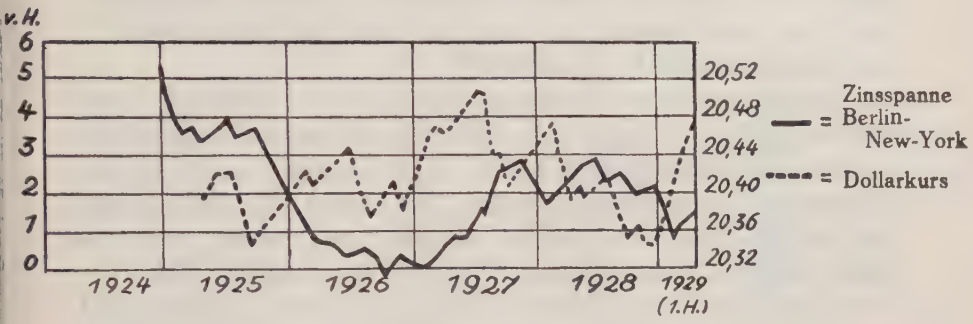


Schaubild **2.**

Zinsspanne Berlin—London und Pfundnotierung in Berlin[2])

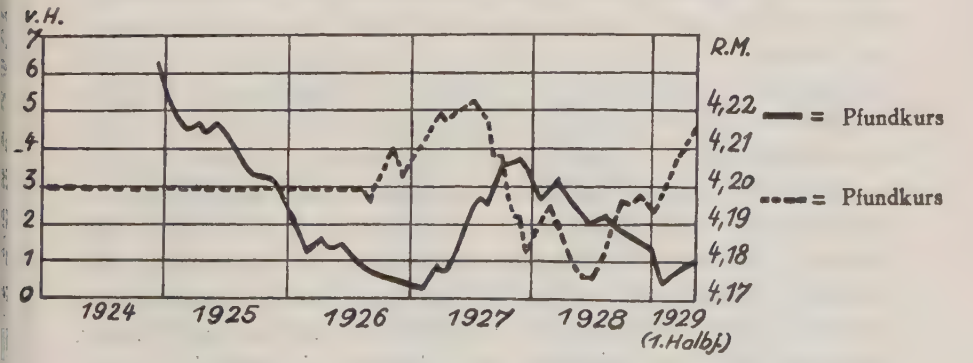


Bild 1 und 2 aus Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung, 4. Jahrgang, Heft 1, Berlin 1929, S. 40.

verknappenden Geldmarktes (Januar 1926) gesenkt und erst verhältnismäßig spät erhöht wurde".[39]) Jedoch besteht zwischen den Sätzen des freien Marktes, beispielsweise Monatsgeld, und den Bewegungen der kurzfristigen Auslandskredite stets eine bestimmte Parallelität.

Maßgebend für die Heranziehung des kurzfristigen Auslandskapital sind allein die Zinsspannen zwischen den internationalen Geldmärkten, welche ausschließlich von der Bewegung der Geldsätze abhängen. So weisen die Zinsspannen Berlin—New-York und Berlin—London von Anfang 1926 bis Ende 1928 in ihrem großen Verlauf eine völlige Uebereinstimmung mit der Bewegung der deutschen Geldsätze auf.

Die im Schaubild Nr. 1 und Nr. 2 dargebrachten Zinsspannen und Devisenkurse der für den Zufluß kurzfristiger Auslandskredite nach Deutschland wichtigsten Valuten geben, in Beziehung gebracht mit den in Tabelle Nr. 1 gebrachten Zahlen des Zu- bzw. Abstroms kurzfristiger Auslandskredite, einen Anhalt für diesen Zu- bzw. Abfluß. So ist allein schon aus der Bewegung der Devisenkurse ein Anhalt zu gewinnen für die Bewegung der kurzfristigen Auslandskredite, weil jeder Devisenkurssenkung eine Steigerung des Angebots dieser Devise oder eine Verringerung der Nachfrage nach ihr voraussetzt. Die Bewegung der kurzfristigen Auslandskredite nimmt daher auch einen den Devisenkursen entgegengesetzten Verlauf. Daneben ist aus den Schaubildern Nr. 1 und 2 deutlich die Gegenläufigkeit zwischen Zinsspannen und Devisenkursen zu ersehen. Die Bewegung der langfristigen internationalen Kapitalübertragungen (Tabelle 1) entwickelt sich dagegen unabhängig von den Zinsspannen und beweist die im theoretischen Teil gemachten Ausführungen, daß diese Bewegung von anderen Faktoren abhängig ist. Auch war der Zufluß langfristiger Auslandskredite kein die Schwankungen der deutschen Konjunktur unmittelbar auslösender Faktor. Dagegen bestehen zwischen dem Zustrom kurzfristiger Auslandskredite und dem Konjunkturrhythmus der deutschen Wirtschaft enge Beziehungen. Dies beweist ein Vergleich des Zustroms der kurzfristigen Auslandskredite (Tabelle 1) mit

[39]) Vierteljahrshefte z. Konj.-Forsch. Heft 1. 1929. S. 39.

der Bewegung der deutschen Produktion und der Rohstoffeinfuhr. (Tabelle 3).

Tabelle 3.

Industrielle Produktion in Deutschland[40])

Index (Juli 1924—Juni 1926 = 100)

	1926	1927	1928
Januar	95,4	120,3	127,8
Februar	95,3	122,0	129,2
März	92,5	123,3	128,1
April	89,9	122,3	124,6
Mai	90,9	124,3	121,5
Juni	93,4	121,0	118,8
Juli	94,5	121,0	117,5
August	101,3	121,9	117,8
September	106,2	126,9	117,6
Oktober	111,0	125,0	116,0
November	118,7	129,3	95,5
Dezember	120,3	126,5	115,2

Der niedrige Stand des Produktionsindex im Jahre 1926, der hohe im Jahre 1927 und der unregelmäßige im Jahre 1928 lassen im großen und ganzen eine Uebereinstimmung mit dem Zufluß der Auslandskredite erkennen. Die Wirtschaftskrise des Jahres 1926 ist besonders kenntlich. Hier erreichte die Produktion ihren Tiefstand und die Geldmarktverflüssigung ihren Höhepunkt, so daß ein Abfluß kurzfristiger Kredite aus Deutschland möglich war. Die Bewegung der deutschen Rohstoffeinfuhr in Verbindung mit der Einfuhr der halbfertigen Waren zeigt gleichfalls eine gewisse Parallelität zum kurzfristigen Verschuldungszuwachs. (Tabelle 4).

Tabelle 4.

Einfuhr von Rohstoffen und halbfertigen Waren nach Deutschland (Millionen ℛℳ)[41])

	1926	1927	1928
Januar	383,878	563,849	661,343
Februar	331,478	578,121	694,693
März	334,094	586,775	641,071
April	351,615	554,392	609,824
Mai	327,052	591,858	566,870
Juni	387,967	601,538	579,723
Juli	411,004	602,363	603,913
August	424,036	587,979	550,299
September	442,108	566,142	551,405
Oktober	486,499	592,984	588,173
November	506,785	647,267	609,456
Dezember	571,946	669,442	589,046

[40]) Vierteljahrshefte z. Konj.-Forsch. ab Juli 1928: Heft 2. 4. Jahrg. S. 74. Berlin 1929; bis Juni 1928: Sonderheft 11. 1928. S. 43.

[41]) Vierteljahrshefte z. Konj.-Forsch. Sonderheft 11, S. 45, Berlin 1928.

Die Einfuhr der Rohstoffe und halbfertigen Waren läßt deutlich Tiefstand, Aufschwung, Hochkonjunktur und Abschwung der deutschen Wirtschaft erkennen. Dies hängt damit zusammen, daß in Industrieländern überhaupt die Bewegung der Rohstoffeinfuhr in hohem Grade von der allgemeinen Konjunkturentwicklung des Inlandes bestimmt wird.

Aus den bisherigen Darlegungen war zu ersehen, daß die Produktion, die Rohstoffeinfuhr und die Einfuhr der halbfertigen Waren in dem zu betrachtenden Zeitraum im wesentlichen von der kurzfristigen Kreditversorgung des Verkehrs abhingen. Wenngleich auch der Zufluß der langfristigen Auslandskredite den Trend, die große Wachstumslinie der deutschen Wirtschaft seit Inflationsende ermöglichte, so sind es doch nur die kurzfristigen Auslandskredite, welche die Schwankungen des Tempos, in dem sich die Entwicklung der deutschen Wirtschaft durchsetzte, unmittelbar regulierten. Während bis zum Jahre 1926 der Zufluß kurzfristiger Auslandskredite ausschließlich von den deutschen Geldsätzen bestimmt wurde, weil die freien Geldsätze (z. B. Monatsgeld) sich auf die wahre Lage des Geldmarktes eingestellt hatten, während der Reichsbank- und Privatdiskont sich erst verhältnismäßig spät auf die Beanspruchung des Geldmarktes einstellten, trat vom August 1926 auch eine Einwirkung von Devisenkursschwankungen auf den Zustrom kurzfristiger Auslandskredite ein. Das lag daran, weil die Reichsbank bis zum 23. August 1926[42]) es für notwendig gehalten hatte, den Kurs der Reichsmark durch Abgabe und Hereinnahme von Dollars zum festen Satz von ℛℳ 4,20 für einen Dollar starr an die Währung der Vereinigten Staaten zu binden. Erst von diesem Termin ab, als diese Politik aufgegeben wurde, entwickelten sich die Devisenkurse nach den Sätzen von Angebot und Nachfrage. Durch die von diesem Zeitpunkte an einsetzende bewegliche Gestaltung der Devisenkurse und die Möglichkeit, daß die Reichsbank durch Rückzahlung kurzfristiger Auslandskredite die fremden Wechselkurse unter die Parität sinken lassen konnte, entstand für die privaten Geldkapitalnehmer ein Risiko, den Zinsgewinn an den Auslands-

[42]) Die Reichsbank. Verhandlungen u. Berichte a. a. O. S. 76.

krediten durch Kursverluste einzubüßen. Die Niedrighaltung der Bankrate zu dieser Zeit verhinderte gleichfalls eine Zunahme kurzfristiger Auslandskredite. Durch diese Manipulation wurde die Gestaltung der Geldsätze, welche weitgehend davon abhängen, inwieweit die Banken gezwungen sind, auf die Notenbanken zurückzugreifen, in Abhängigkeit zur Kreditgewährung der Reichsbank gebracht. Mit Erhöhung der Wirtschaftskredite der Notenbanken stiegen die Geldsätze, und mit einer Abnahme der Wirtschaftskredite fielen die Geldsätze. In der Bewegung der Geldsätze (Tabelle 2) und der Beanspruchung der Notenbanken (Tabelle 5) ist seit 1926 wieder eine Uebereinstimmung ersichtlich.

Tabelle 5.

Wirtschaftskredite der deutschen Notenbanken[43])
Monatsdurchschnitte (Millionen ℛℳ)

	1926	1927	1928
Januar	2847,7	1998,8	2593,5
Februar	2627,1	1914,0	2368,6
März	2393,6	2141,3	2466,9
April	2232,6	2363,0	2595,1
Mai	2087,6	2526,2	2426,9
Juni	2005,8	2756,0	2380,7
Juli	1915,6	2838,4	2525,3
August	1859,6	2802,6	2476,4
September	2020,7	2942,3	5533,3
Oktober	2058,7	3055,0	2633,0
November	2013,1	2676,4	2569,0
Dezember	1977,1	2796,3	3042,0

Der 1926 einsetzende Umschwung in dem Verhältnis zwischen Geldsätzen und den Wirtschaftskrediten der deutschen Notenbanken ist deshalb von Bedeutung, weil das Tempo der Geldmarktentspannung durch diesen Vorgang jeweils beschleunigt wird. Bei einer Geldmarktentspannung wird deren Tempo beschleunigt, weil die Wirtschaft Notenbankkredite durch Auslandskredite ablöst. Die Anspannung dagegen wird beschleunigt, wenn eine Steigerung der Wirtschaftskredite mit einer Abnahme des Gold- und Devisenbestandes einhergeht.

Es wurde oben gezeigt, daß die Einfuhr von Rohstoffen und halbfertigen Waren in den Jahren 1926—1928 in Deutsch-

[43]) Vierteljahrshefte z. Konj.-Forsch. Sonderheft 11. Berlin 1928. S. 41. (bis Sept. 1928) Heft 2. Berlin 1929. (ab Okt. 1928).

land Tiefstand, Aufschwung, Hochkonjunktur und Abschwung widerspiegelt. Aber nicht nur die Einfuhr von Rohstoffen und halbfertigen Waren, sondern auch die gesamte Einfuhr läßt eine ähnliche Entwicklung erkennen. Die Ausfuhr dagegen zeigt einen konjunkturellen Ausschlag nur in der Krise.

Tabelle 6.

Der deutsche Außenhandel 1926—1928[44])

(in Millionen ℛℳ)

gesamte Wareneinfuhr

	1926	1927	1928
Januar	715,0	1091,0	1357,0
Februar	662,5	1089,5	1247,0
März	649,6	1083,0	1229,4
April	719,8	1094,0	1174,7
Mai	706,7	1170,9	1086,0
Juni	793,7	1193,7	1108,4
Juli	927,6	1274,6	1182,5
August	925,0	1153,0	1083,4
September	831,1	1168,7	1087,1
Oktober	996,5	1240,1	1162,0
November	1004,3	1284,9	1174,0
Dezember	1070,8	1266,0	1103,0

gesamte Warenausfuhr

	1926	1927	1928
Januar	795,3	792,3	861,9
Februar	782,9	750,4	942,2
März	923,1	832,2	1021,6
April	797,3	793,2	924,0
Mai	728,9	833,1	895,4
Juni	758,4	747,1	893,0
Juli	820,4	846,6	914,1
August	830,5	867,5	1025,8
September	832,5	932,6	1058,8
Oktober	874,7	961,8	1125,0
November	869,4	912,8	1009,0
Dezember	817,6	953,9	978,0

Die unmittelbare Ursache dieser Entwicklung des Außenhandels ist in den Bedingungen des Kredits zu finden. Die Haupttriebkraft bildet der Diskontsatz. Sein Zurückbleiben hinter den die wahre Lage des Geldmarktes kennzeichnenden freien Geldsätzen im Jahre 1926 verhinderten eine Zunahme der kurzfristigen Auslandskredite, wie sie bei elastischerer

[44]) Vierteljahrshefte z. Konj.-Forsch. Sonderheft 11. 1928. S. 45 und Heft 2. 1929. S. 74.

Zinsreaktion eingetreten wäre. Die gehemmte Zunahme kurzfristiger Auslandskredite, die durch das Zurückbleiben des Diskontsatzes verursacht wurde, stellte eine „Belastung" des deutschen Wechselkurses dar. Die durch den verminderten Zustrom von Auslandskapital hervorgerufene Spannung am Devisenmarkte ließ die fremden Wechselkurse steigen. Die hohen fremden Wechselkurse in Verbindung mit der Kreditverknappung im Inneren führten zu einem Rückgang der Einfuhr und einer Zunahme der Ausfuhr. Erst die durch die Senkung des Diskontsatzes hervorgerufene Zunahme der Wirtschaftskredite der Notenbanken führte zu einer Steigerung der Geldsätze und hiermit zu einem vermehrten Zufluß kurzfristigen Auslandskapitals. Die kurzfristigen Auslandskredite ermöglichen im Jahre 1927 den Aufschwung der deutschen Wirtschaft, welcher sich in einer Zunahme der Einfuhr bemerkbar macht. Die Verminderung der Passivität der Handelsbilanz im Jahre 1928 läßt den Abschwung erkennen.

Auch die Bewegung der Großhandelspreise läßt eine Uebereinstimmung mit den Kreditverhältnissen erkennen. Insbesondere die im Jahre 1926 einsetzende Kreditverknappung der Notenbanken, verbunden mit dem Abströmen kurzfristiger Kapitaldisposition hat einen preissenkenden Einfluß.

Tabelle 7.

Großhandelspreise in Deutschland[45])

Index (1913 = 100)

	1926	1927	1928
Januar	135,8	135,9	138,7
Februar	134,3	135,6	137,9
März	133,1	135,0	138,5
April	132,7	134,8	139,5
Mai	132,3	137,1	141,2
Juni	131,9	137,9	141,3
Juli	133,1	137,6	141,6
August	134,0	137,9	141,5
September	134,9	139,7	139,9
Oktober	136,2	139,8	140,1
November	137,1	140,1	140,3
Dezember	137,1	139,6	139,9

Die praktischen Beobachtungen über die Beziehungen zwischen Konjunkturablauf und Diskontpolitik in den Jahren

[45]) Vierteljahrshefte z. Konjunkturforsch. Sonderheft 11. 1928. S. 43. und Heft 2. 1929. S. 73.

nach der Stabilisierung zeigen, daß die Diskontpolitik ein wichtiges Mittel zur Konjunkturbeeinflussung ist. Die Unmittelbarkeit der Wirkung von Diskontveränderungen auf den Konjunkturablauf, und hiermit auf die Weltmarktbeziehungen lassen sich allerdings nicht sofort erkennen. Wird die Diskontpolitik jedoch in Beziehung gebracht zur internationalen Kapitalbildung, so zeigt sich, daß die Erweiterung oder Verengung der Wirtschaftskreise, wie sie durch die Geldkapitalbereitstellung erfolgt, sich auf die Weltmarktbeziehung auswirkte. Die Bedeutung der Diskontpolitik für die Weltmarktbeziehungen lag in Deutschland in der angeführten Zeit darin, daß sie zeitweise starke Zinsspannen zwischen In- und Ausland zuließ. Die Diskontpolitik der Deutschen Reichsbank ermöglichte hierdurch ein weltwirtschaftliches Gefälle.

§ 10. *Die Gestaltung des deutschen Außenhandels zur Zeit der Kreditrestriktion.*

Ein typisches Beispiel einer Restriktionspolitik stellt die Kreditbegrenzung durch die Deutsche Reichsbank im Jahre 1924 dar. Am 7. April 1924 brachte die Deutsche Reichsbank erstmalig nach der Stabilisierung ihre Kreditrestriktion zur Anwendung, indem sie den Anlagebestand auf der Höhe dieses Tages begrenzte. Die Wirkungsmöglichkeit der Diskontpolitik, die Kreditinanspruchnahme der Reichsbank einzudämmen, war ausgeschaltet, weil zwischen dem Diskontsatz und den Sätzen des freien Marktes eine zu große Differenz bestand. Im Gegensatz zu dem im Jahre 1924 unverändert 10% betragenden Reichsbankdiskontsatz, beliefen sich die Zinssätze für tägliches Geld im Januar 1924 noch auf durchschnittlich 87%, aber auch im April lagen die Zinssätze für tägliches Geld und Monatsgeld noch bei 44—45%.[46]) Eine Einschränkung des Gesamtkredits war somit geboten, der Reichsbankdiskont wurde nicht erhöht. Der Stichtag vom 7. April 1924 diente als die obere Grenze für die Gesamtkreditgewährung. Die Bestände an Wechseln, Schecks, und Lombardforderungen stellten sich an diesem Tage auf insgesamt ℛℳ 1997

[46]) Die Reichsbank. Verhandlungen u. Berichte a. a. O. S. 60.

Millionen.[47]) Diese Kreditbegrenzung wurde von der Reichsbank während des Jahres 1924 durchgehalten, bis gegen Ende des Jahres durch die einströmenden Auslandskredite eine Entlastung der Reichsbank einsetzte.

Die Kreditverweigerung über den Anlagebestand hinaus hatte zur Folge, daß es von Seiten der Wirtschaft zu starken Abhebungen und Umwandlung der Guthaben in Noten kam. Sodann setzte eine Realisierung der Devisenbestände der Wirtschaft ein. Diesen beiden Umständen ist die im Jahre 1924 einsetzende Steigerung des Notenumlaufs zuzuschreiben. Von April bis August erhöhte sich der Notenumlauf um 500 Millionen *RM.*[48]) Dieser Vermehrung des Zahlungsmittelumlaufs darf jedoch keinerlei inflatorische Wirkung zugesprochen werden, denn sie war nur das Ergebnis der Kreditrestriktion, die als Ersatz der ausfallenden Reichsbankkredite die bis dahin unbenutzt daliegenden Devisenreserven in den Umlauf zwang und sich so als eine Erleichterung der Restriktion auswirkte.

Die Umwandlung der langfristigen Anlagen der Banken in kurzfristige ist an dem Sinken des Zinssatzes für tägliches Geld und Monatsgeld zu erkennen. Von einer Höhe von 50% für tägliches Geld und 60% für Monatsgeld am 20. April 1924 sank der Zinsfuß bis Anfang August für tägliches Geld auf 9,5% und für Monatsgeld auf 12,3%.[49]) Die Flüssigkeit am kurzfristigen Leihgeldmarkt äußerte sich bei den Privatbanken in großen Kassenbeständen und Nostroguthaben bei anderen Banken, sodann in einer Einschränkung der Akzeptverbindlichkeiten.

Da Kapitaldisposition für längere Fristen auch nicht mehr bei den Privatbanken zu haben war, kam es neben einer Veräußerung der Devisenvorräte ebenfalls zu einer Realisierung von Effektenbeständen, was sich in einem bedeutenden Rückgang der Effektenkurse bemerkbar machte. Die Entwicklung der Effektenkurse von März bis August 1924 ist in Tabelle 8 dargestellt. Durch die anhaltenden Zwangsverkäufe

---

[47]) Die Reichsbank, Verhandlungen u. Berichte a. a. O. S. 63.
[48]) Bosch, Werner: Epochen der Kreditrestriktionspolitik a. a. O. S. 51.
[49]) Wirtschaftskurve der Frankfurter Zeitung 1924. Heft 3. Seite 252.

erreichten die Effektenkurse einen unverhältnismäßigen Tiefstand. Dieser Tiefstand bot insbesondere dem Ausland einen Anreiz zum Kauf. Von englischer Seite sind bedeutende Effektenkäufe während dieser Zeit festzustellen.[50])

Tabelle 8.

Die deutschen Effektenkurse im Jahre 1924[51])

(März—August)

Börsenindex der Frankfurter Zeitung

4. Januar	100 für inländische Aktien		
28. März	80	13. Juni	45,3
25. April	50	11. Juli	43,9
9. Mai	49,5	8. August	65,5

Analog den Vorgängen am Effekten- und Devisenmarkt setzte sich auch an den Warenmärkten nach Einführung der Restriktion ein Realisierungsbedürfnis durch. Dieses Realisierungsbedürfnis macht sich in einem Sinken des Großhandelsindex bemerkbar.

Tabelle 9.

Deutsche Großhandelspreise 1924[52])

Index 1913 = 100)

Januar	140,6	Juli	127,9
Februar	136,7	August	132,8
März	137,5	September	138,9
April	139,6	Oktober	141,6
Mai	138,0	November	140,5
Juni	130,5	Dezember	142,5

Das Sinken des Preisniveaus erfolgte infolge der einmalig vergrößerten Warenmenge (Warenlagerverkauf). Das kurz darauf folgende scharfe Anziehen der Preise ist auf den einmaligen Konsumtionsexzeß zurückzuführen, der entstand, weil der Verbrauch im Innern die Gelegenheit des billigen Einkaufs wahrnahm.

Der einmalig auftretende Konsumtionsexzeß, der die Preise auf ihren alten Stand zurückbrachte, bildete eine Anziehungskraft für die Wareneinfuhr. Die Wareneinfuhr, welche erheblich nach der Kreditrestriktion — im Mai — zu-

---

[50]) Bosch, W.: Kreditrestriktion a. a. O. S. 62.
[51]) Wirtschaftskurve 1924. 4. Heft. S. 392.
[52]) Vierteljahrshefte z. Konj.-Forsch. Sonderheft 11. 1928. S. 42.

nahm, wurde durch die von den Verbrauchern zur Verfügung gestellte Kapitaldisposition finanziert. Als diese Kapitaldisposition verbraucht war, ging die Wareneinfuhr mächtig zurück, um erst gegen Ende des Jahres wieder zu steigen, als Auslandskapital nach Deutschland kam. Die aus den folgenden Zahlen zu erkennende Bewegung des deutschen Außenhandels im Jahre 1924 bestätigt die frühere theoretische Ausführung, daß die Kreditrestriktion importhemmend wirkt. Die Bewegung der Ausfuhr dagegen läßt eine steigende Linie erkennen. Es waren aber nicht die gesunkenen Preise, welche die Ausfuhr begünstigten, sondern Momente, die garnichts mit der Kreditrestriktion zu tun hatten oder wenigstens nur in indirektem Zusammenhange mit ihr standen.

Tabelle 10.

Auswärtiger Handel Deutschlands 1924[53]) im reinen Warenverkehr

Millionen ℛℳ

	Einfuhr	Ausfuhr
Januar	562,2	431,0
Februar	725,8	465,9
März	688,6	457,0
April	800,6	482,7
Mai	886,9	515,7
Juni	734,3	476,2
Juli	534,5	573,1
August	437,2	588,5
September	618,5	563,1
Oktober	847,4	611,4
November	1034,2	642,4
Dezember	1214,4	740,7

Für die deutsche Ausfuhr war zunächst ein Umstand speziell von Wichtigkeit. Durch das Rentenbankgesetz war die deutsche Währung mit der Dollarwährung verknüpft worden. Da sich nun in der zweiten Hälfte des Jahres 1924 die für den deutschen Außenhandel wichtigsten europäischen Währungen stark der Dollarparität genähert hatten, während sie vorher bedeutend unter ihr standen ,stellte sich diese Bewegung als eine Wertsenkung, von der Markseite aus betrachtet, dar. „Diese Wertsenkung drückte sich als Erhöhung der-

[53]) Wagemann, Ernst: Konjunkturlehre a. a. O. S. 284.

jenigen Preise in Deutschland aus, die im Welthandel nach den betreffenden Valuten berechnet wurden. Diese Bewegung machte sich in einer Erleichterung der Ausfuhr bemerkbar. Dies galt jedoch nicht für die vom Dollar abhängigen Preise." [54])

Sodann ist die deutsche Warenausfuhr noch durch andere Ursachen beeinflußt worden. Die Deutsche Golddiskontbank, welche am 7. April 1924 ihre Geschäftstätigkeit aufnahm, hat wesentlich dazu beigetragen, daß der Export gefördert wurde. Da die Deutsche Golddiskontbank unter Führung der Reichsbank mit privatem Kapital errichtet wurde, stellt diese Gründung allein schon eine Maßnahme der Zentralnotenbank zur Beeinflussung der Außenwirtschaftsbeziehungen dar. Im Herbst 1924, als die Deutsche Golddiskontbank in ein Liquidationsstadium eintrat, war die exportfördernde Tätigkeit dieses Instituts zu Ende, ihre Aufgaben wurden andere. Der Zufluß privater Auslandskredite ist von da ab maßgebend für die Entwicklung des deutschen Außenhandels.

Die Tätigkeit der Golddiskontbank als exportförderndes Institut bestand darin, der deutschen Wirtschaft Pfund-Kredite zuzuführen, insbesondere aber den deutschen Exporteuren Kredite zu Zinssätzen zur Verfügung zu stellen, die unter den Sätzen des Marktes lagen. Die Exportkreditgewährung erreichte am 23. August 1924 ihren höchsten Stand mit 14,02 Millionen Pfund Sterling. [55]) Diese Exportkreditgewährung wurde der Deutschen Golddiskontbank ermöglicht aus ihrem eigenen Grundkapital, welches 10 Millionen Pfund Sterling betrug, jedoch nicht voll eingezahlt war, sowie aus verschiedenen Rediskontabkommen. Es bestanden Rediskontabkommen mit London, New-York und mit der Deutschen Reichsbank. Auch konnte die Reichsbank Aktien der Deutschen Golddiskontbank beleihen. Die Reichsbank hat von der Deutschen Golddiskontbank Wechsel, auf ausländische Valuta lautend, im Jahre 1924 in Höhe von 353,1 Millionen ℛℳ rediskontiert. [56]) Hinzu kamen noch Kreditverträge mit ameri-

[54]) Bosch: Kreditrestriktion a. a. O. S. 75.
[55]) Die Reichsbank, Verhandlungen a. a. O. S. 114.
[56]) Die Reichsbank, Verhandlungen a. a. O. S. 115.

kanischen Banken, die über insgesamt 12 Millionen Dollar betrugen.[57])

Die Tätigkeit der Golddiskontbank stellte somit eine Milderung der Kreditrestriktion speziell für den Exporthandel dar. Durch die Bereitstellung von Exportkrediten ermöglichte sie es, daß die Warenausfuhr eine der allgemeinen deutschen Kreditkrise entgegengesetzte Bewegung einschlagen konnte.

In kleinem Maße war auch die Reichsbank selbst darauf bedacht, den deutschen Export zu heben. Trotz ihrer begrenzten Kreditgewährung war sie bestrebt, daß die für den Außenhandel wichtigsten Industrie- und Wirtschaftszweige besonders berücksichtigt wurden. Sie diskriminierte bei ihrer Kreditgewährung an die einzelnen Industrien und Wirtschaftszweige und nahm die Verteilung und Umschichtung der Kredite nach volkswirtschaftlichen Gesichtspunkten vor. „Die Anstalten der Reichsbank wurden angewiesen, die Verwendungszwecke der Kredite genau zu prüfen und die aus den Wechselrückzahlungen hereinfließenden Beträge möglichst immer dahin zu leiten, wo von allgemein wirtschaftlichen Gesichtspunkten der größtmöglichste Produktionseffekt zu erwarten war. Firmen, die zufällig am 7. April keinen Wechselkredit bei der Reichsbank laufen hatten, fanden nach den erwähnten Gesichtspunkten sehr bald Berücksichtigung.[58])

Hinzu kommt noch, daß die Reichsbank sofort nach Durchführung ihrer Restriktion darauf bedacht war, durch Zentralisierung der Geldpolitik der öffentlichen Geldinstitute die Restriktion zu mildern, und die produktiven Gewerbe zu unterstützen. Auch bei der späteren Rediskontzusage gegenüber der Stempelvereinigung und der Seehandlung war sie immer bestrebt, die am Außenhandel beteiligten Wirtschaftszweige im weitesten Maße zu berücksichtigen.

Aus den angeführten Tatsachen-Zusammenhängen ist zu erkennen, daß die deutsche Weltmarktbeziehung von April—September 1924 ganz von der Restriktionspolitik der Deutschen Reichsbank bestimmt wird.

---

[57]) Die Reichsbank, a. a. O. S. 115.

[58]) Schacht, Hjalmar: Die Stabilisierung der Mark. Berlin und Leipzig 1927. S. 119.

§ 11. *Die Gold- und Deviseneinbuße der Deutschen Reichsbank im Jahre* 1927.

Während vor dem Weltkriege die Spanne zwischen den Goldpunkten sehr gering war, wegen der international einigermaßen ausgeglichenen Sätze für kurzfristiges Geld, trat nach dem Kriege infolge der erheblichen Steigerung des Zinsgefälles eine Verschiebung in den Goldpunkten ein. „Der Spielraum zwischen Parität und oberem bzw. unterem Goldpunkt hat dadurch (durch diese Steigerung des Zinsgefälles) eine gewisse Ausweitung erfahren, so daß, bevor ein Goldimport oder -export lohnend wird, mehr Raum für Schwankungen der Devisenkurse nach oben und unten gegeben ist." [59]) Neben der Steigerung des Zinsgefälles ist aber auch die Umwandlung der reinen Goldwährung in die Goldkernwährung maßgebend für die Verschiebung der Goldpunkte, weil die Frage der Prägekosten, die früher für die Gestaltung der Goldpunkte mitbestimmend war, weggefallen ist. Auf diese Verschiebung der Goldpunkte ist die Tatsache zurückzuführen, daß es bis zum Jahre 1927 nicht zu einem Import oder Export von Gold gekommen ist. Die Praxis der Reichsbank beschränkte sich in den Jahren 1926 und 1927 darauf, bei Nahen des Goldexportpunktes Devisen abzugeben, weil die Devisen, bevor der Goldexportpunkt überschritten wird, die gleichen Dienste tun. Nur „im ersten Halbjahr 1927 zur Zeit der stärksten Devisenentziehungen hat die Reichsbank auch zu einem kleinen Teil Gold abgegeben". [60]) Der Goldimportpunkt wurde im zweiten Halbjahr 1927 erreicht. Der Ausgleich der Devisenkursschwankungen war der Reichsbank vermöge ihrer Devisen- und Goldpolitik möglich.

In den Jahren 1923—1926 war die Reichsbank darauf bedacht, ihren Gold- und Devisenbestand zu steigern. Die Entwicklung des Gold- und Devisenbestandes war folgende:

---

[59]) Die Reichsbank, Verhandlungen, a. a. O. S. 76.
[60]) Die Reichsbank, Verhandlungen, a. a. O. S. 77.

Tabelle 11.

Entwicklung des Gold- und Devisenbestandes der Deutschen Reichsbank 1924—1928.[61])

Bestand am 31. Dezember

(Millionen ℛℳ)

Jahr	Wechsel u. Schecks auf das Ausland	Guthaben bei ausl. Korrespondenten	Goldbestand	Gold u. Devisen zusammen
1924	169,5	1133,2	759,6	2063,3
1925	543,7	477,0	1208,0	2229,0
1926	424,6	537,3	1831,4	2793,0
1927	155,2	315,8	1864,6	2335,6
1928	371,2	157,1	2729,3	3257,6

Bis zum Jahre 1926 ist der Goldbestand bereits gegenüber 1924 um eine Milliarde ℛℳ gestiegen. Im Jahre 1927 bleibt er ungefähr auf gleicher Höhe, um erst 1928 wieder anzuwachsen. Der Devisenbestand erleidet im Jahre 1927 einen großen Verlust und erholt sich erst im darauffolgenden Jahre wieder. Die Verringerung der Guthaben bei ausländischen Korrespondenten im Jahre 1925 entspricht dem Zuwachs an Gold und Devisen im gleichen Jahre. Die Umwandlung der ausländischen Guthaben in Gold sowie die durch Kauf herbeigeführte Steigerung des Goldbestandes in den ersten drei Jahren der Stabilisierung war erforderlich, um die gesetzliche Mindestreserve für den steigenden Notenumlauf sowie einen über das für die Notendeckung erforderliche Maß hinausgehenden Gold- und Devisenbestand bereitzuhalten.

Während der Goldumlauf von 1924 bis Ende 1927 um nahezu 4 Milliarden[62]) zunahm, zeigt der Gold- und Devisenbestand in der gleichen Zeit einen Zuwachs von ca. 1,5 Milliarden. Die gleichfalls als „Gegendeckung" dienenden Wirtschaftskredite waren großen Schwankungen unterworfen. Auffallend ist die Konträrbewegung von Wirtschaftskrediten und Gold- und Devisenbestand. Auf diese Gegenbewegung von Wirtschaftskrediten einerseits und Gold- und Devisenbeständen andererseits ist jene Erscheinung zurückzuführen, daß in der damaligen Zeit bei stetiger Entwicklung der Zahlungs-

[61]) Die Reichsbank, a. a. O. S. 80.
[62]) nach Vierteljahrsheften z. Konj.-Forsch. Sonderheft 11. 1928.

mittelversorgung die Schwankungen in der Anspannung der Geldsätze sehr rasch erfolgten. Von der Anspannung der Geldmärkte, welche sich in der Bewegung der deutschen Geldsätze zeigte, waren wiederum in dem zu betrachtenden Zeitraum die Zinsspannen Berlin—New-York und Berlin—London abhängig. Entsprechend den jeweiligen Zinsspannen regulierte sich, wie bereits früher erörtert, der Strom kurzfristiger Auslandskredite.

Bis zum August 1926 war eine Bewegung der Devisenkurse, welche sich entsprechend den Zinsspannen und dem Zufluß oder Abfluß von kurzfristigen Auslandskrediten bewegen, nach den Sätzen von Angebot und Nachfrage ausgeschaltet, weil die Reichsbank den Kurs der Mark durch jeweiligen Spitzenausgleich fest an die Währung der Vereinigten Staaten gebunden hatte. „Erst am 23. August 1926 erwies sich diese Politik als überflüssig, und seither schwankt auch der Kurs New-York zwischen den bekannten Goldpunkten (4,23 und 4,17)." [63]) Von diesem Zeitpunkte an, als der Gold- und Devisenbestand der Reichsbank es zuließ, das freie Spiel der Kräfte, das sich in der Erreichung bzw. Ueberschreitung der Goldpunkte auswirkt, wieder zuzulassen, sind erst Reaktionen der Devisenkurse auf Zinsspannen und Auslandskredite festzustellen. Ein Vergleich der in den Schaubildern Nr. 1 und 2 gegebenen Devisenkurse New-York und Londen mit den Zahlen der in Tabelle Nr. 1 wiedergegebenen kurzfristigen Auslandskredite zeigt, daß jeder Senkung der Devisenkurse eine entsprechende Steigerung des Angebots dieser Devise oder Verringerung der Nachfrage entspricht — und umgekehrt. Für die kurzfristigen Auslandskredite sind die Devisenkurse insofern von Bedeutung, als die Zinsmargen, mit denen die kurzfristigen Auslandskredite rechnen und die oft sehr klein sind, von den Schwankungen der Devisenkurse erheblich beeinträchtigt werden.

Der Kurs des Dollars in Berlin ist in dem folgenden Schaubild Nr. 3 festgehalten.

---

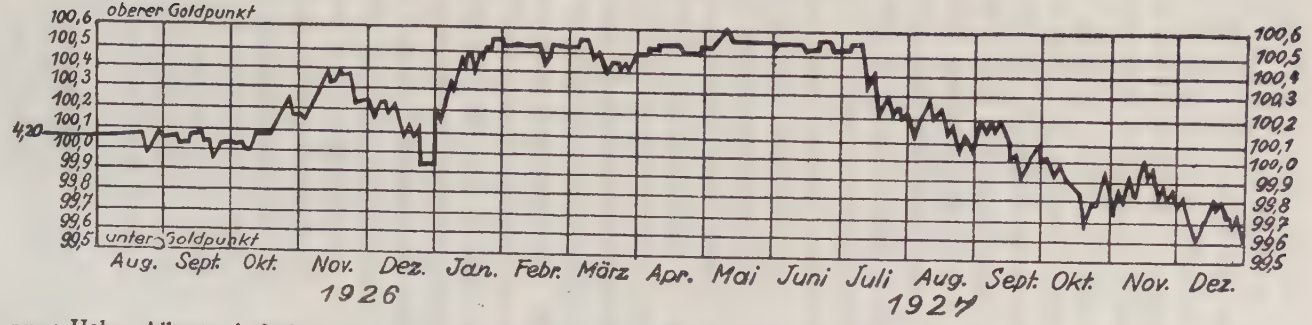
[63]) von Eynern, Gert: Die Reichsbank. Die Probleme des deutschen Zentralnoteninstituts in geschichtlicher Darstellung. Dissert. Jena 1928. S. 112.

Schaubild **3.**

Der Kurs des Dollars in Berlin 1926 und 1927.

Amtlicher Mittelkurs in % der Parität

(Parität: 1 $ = 4,197 ℛ.ℳ)



aus: Hahn, Albert: Aufgaben und Grenzen der Währungspolitik. Eine Kritik der deutschen Währungspolitik seit der Stabilisierung. Kieler Vorträge. Jena 1928, S. 41.

Aus der Bewegung des Dollars in Berlin ist ersichtlich, daß der Dollar sich in der zweiten Hälfte des Jahres 1926 fast immer wesentlich über der Parität bewegte, jedoch nicht den oberen Goldpunkt überschritt. In der ersten Hälfte des Jahres 1927 dagegen wird der obere Goldpunkt erreicht; in der zweiten Hälfte desselben Jahres sinkt der Dollarkurs auf den unteren Goldpunkt. Das Steigen der fremden Wechselkurse und Sinken des eigenen Kurses von Januar bis Juni 1927 stellte hohe Anforderungen an die Reserven der Reichsbank. In dieser Zeit ging der Gold- und Devisenbestand der Reichsbank um etwa 900 Millionen ℛ𝒩 [64]) zurück. Diese Verluste bewiesen jedoch, daß die Reserven der Reichsbank den Ansprüchen gewachsen waren. Der Reichsbankpräsident führte die Devisenverluste auf folgende Ursachen zurück: „Abzüge kurzfristiger Gelder nach der Diskontermäßigung, Passivität der Handelsbilanz, Effektenkäufe in Paris und Brüssel, abgezogene Börsengewinne des Auslandes, Reparationszahlungen, Zinsen und Amortisationsdienst auf die Auslandsschulden und einige sonstige Investitionen im Ausland." [65]) Diese Ursachen stellen die typischen Symptome hoher ausländischer Wechselkurse dar.

Durch den Devisenabfluß gingen in der zweiten Hälfte des Jahres 1927 die Devisenkurse dem unteren Goldpunkt entgegen. Da die Einfuhr von Gold wahrscheinlich wurde, setzte die Reichsbank den bis dahin höheren Goldankaufspreis auf den gesetzlichen Betrag von 2.784.— ℛ𝒩 für 1 kg herunter. [66]) Die Reichsbank wollte hierdurch eine größere Goldaufnahme vermeiden. Sie sah sich damit nur zur Aufnahme von Devisen veranlaßt.

Die Politik der Reichsbank in der angeführten Zeit läßt also erkennen, wie die Zentralnotenbank vom Standpunkte der Währungssicherung bestrebt ist, eine mögliche Stabilität der Wechselkurse zu erhalten. Die Erhaltung der Stabilität der Wechselkurse war der Reichsbank einerseits möglich dadurch, daß sie in der Zeit bis zum Sommer 1926 ihren

---

[64]) Die Reichsbank, Verhandlungen, a. a. O. S. 66.
[65]) Die Reichsbank, a. a. O. S. 66.
[66]) Die Reichsbank, Verhandlungen, a. a. O. S. 77.

Goldbestand vergrößerte, und daß sie andererseits bereit war, die zur Stützung des abgesunkenen Wechselkurses im ersten Halbjahr 1927 erforderliche Gold- und Devisenmenge abzugeben.

Die Gold- und Deviseneinbuße des Jahres 1927 beweist, daß ein genügend großer Bestand an Gold und Devisen, zur Realisierung gebracht, einem Ueberschreiten des Goldausfuhrpunktes Einhalt gebietet. Die Gold- und Devisenpolitik arbeitete zusammen mit der Diskontpolitik. So stiegen die für die Heranziehung der Auslandsdevisen maßgebenden deutschen Geldsätze nach der Diskonterhöhung im Juni und Oktober 1927. Die Diskonterhöhung führte in Verbindung mit dem abgeströmten Gold- und Devisenbestand zu der Verbesserung der Devisenkurse.

§ 12. *Die Baisse an der New-Yorker Börse am 23. Oktober 1929.*

Die Baisse am amerikanischen Börsengeldmarkt soll im Rahmen dieser Arbeit die internationale Abhängigkeit der Geldmärkte zeigen. Sie soll die im theoretischen Teil verschiedentlich gemachten Bemerkungen bestätigen, daß die Notenbanken bei Gestaltung verschiedener Maßnahmen, insbesondere bei ihrer Diskontpolitik, bisweilen von internationalen Verhältnissen abhängig sind. So finden die Diskontsenkungen der ersten Novemberwoche 1929 in Amsterdam, London und Berlin ihre Stütze sowohl in der nationalen Position der einzelnen Notenbanken als aber auch besonders in der internationalen Situation der Geldmärkte, die sich aus der Baisse an der New-Yorker Börse ergab.

„Seit 1914 ist der monetäre Goldvorrat der Vereinigten Staaten von 1,891 Milliarden auf 4,358 Milliarden Dollar (Ende August 1929) gestiegen; die „umlaufende" Geldmenge (Banknoten, Guthaben bei den Notenbanken, Münzen, Goldzertifikate und Gold außerhalb des Reservesystems sowie des Schatzamtes) vermehrte sich dementsprechend und betrug im September 1929 rund 6 Milliarden Dollar. Auch die Depositen verdreifachten sich (von 18,566 Milliarden auf 56,766 Milliar-

den bis Ende 1928)."[67]) Das ständige Anwachsen der Zahlungsmittel und das verstärkte Angebot an Leihgeld vermochten jedoch die Warenpreise seit ungefähr acht Jahren nicht mehr zu steigern. Vor dem Jahre 1922 war das Warenpreisniveau zwar gegenüber 1914 um rund 40% gestiegen.[68]) Seit dieser Zeit behauptete es seinen Stand ziemlich, abgesehen von minimalen Schwankungen, was offenbar in der gleichzeitig vor sich gegangenen technisch-wirtschaftlichen Umwälzung und der damit verbundenen Steigerung der Produktion begründet ist. Die industrielle Produktion stieg von 1919 bis 1928 von 83 auf 113 (Index des Federal Reserve Board, Durchschnitt 1923—1925 = 100).[69]) Seit 1922 versuchte der Federal Reserve Board verschiedentlich durch kreditpolitische Interventionen die Konjunkturgestaltung zu beeinflussen. Die Ansichten darüber, wie weit es der Kreditpolitik der amerikanischen Bundesreservebanken gelungen ist, ihr Ziel zu erreichen, sind sehr geteilt. „So erregte es allgemeines Aufsehen, als der Federal Reserve Board im Februar 1928 zugeben mußte, daß die von ihm im Verlauf der letzten Monate verfolgte Kreditpolitik keineswegs den Erfolg gehabt habe, den man erwartet hatte."[70]) Eins steht fest, daß trotz der dauernden Bestrebungen, durch Verknappung des Geldmarktes die einsetzende außerordentliche Steigerung der Effektenkurse einzudämmen, es nicht gelungen ist, die Effektenspekulation abzubremsen. Die Baisse an der New-Yorker Börse, die am 23. Oktober 1929 einsetzte und tags darauf zu einem panikartigen Kurszusammenbruch führte, war das Ende dieser Entwicklung. Bemerkt sei an dieser Stelle, daß die Heftigkeit dieser Bewegung darin begründet ist, daß die New-Yorker Börse nicht das Termingeschäft mit Ultimoberechnung kennt, sondern daß sie auf Effektenkrediten beruht, die durchweg allgemein täglich kündbar sind.

---

[67]) Palyi, Melchior: Zinsfuß und Zahlungsbilanz in den Vereinigten Staaten. Magazin der Wirtschaft. 5. Jahrg. Nr. 45 v. 7. 11. 1929. S. 1687.

[68]) Palyi: a. a. O. S. 1687.

[69]) Palyi: a. a. O. S. 1687.

[70]) Wagemann: Konjunkturlehre a. a. O. S. 210.

An dem Kurszusammenbruch war weniger die Verminderung des Geldumlaufs schuld, weil sich dieser „dank der kompensierenden Wirkung rasch steigender Akzeptkäufe der Notenbanken und beträchtlichen Goldzuflusses nur unwesentlich verändert hatte".[71]) Die wirkliche Ursache lag einerseits in der „Ermüdung" des Publikums und andererseits darin, daß die amerikanische Industrie ihre Börsenkredite kündigte, weil sie ihre Kapitaldisposition zur Befriedigung des saisonmäßigen Geldbedarfs benötigte.

Die Kurssenkung hatte zur Folge, daß die Sätze für Börsengeld sanken und hierdurch eine Umkehrung der Tendenz der Kursbewegung ausgeschaltet wurde. Der Rückgang der Börsengeldsätze wiederum bewirkte einen Rückfluß der europäischen Kapitaldisposition aus New-York in ihre Heimat. Der durch den relativ niedrigen Zinsfuß New-Yorks sich stetig steigernde Kreditstrom von Amerika nach Europa veranlaßte die europäischen Notenbanken zu Diskontherabsetzungen. Die Diskontherabsetzungen von London, Berlin, Amsterdam und Danzig in der ersten Novemberwoche geschahen in Anpassung an die Erleichterungen ihrer Geldmärkte. Die gleichzeitige Diskontherabsetzung der europäischen Notenbanken brachte es mit sich, daß sich die Zinsrelationen der europäischen Länder nicht änderten, wohl aber die Zinsdifferenz zwischen New-York und Europa weiter bestand. Infolgedessen kamen die europäischen Länder gegenüber dem Dollar in unmittelbare Nähe des Goldimportpunktes. Nach Frankreich kamen erstmals 3 Millionen Dollar amerikanischen Goldes zur Verschiffung.[72]) Auch in Berlin blieb der Dollarkurs in Erwartung großer Kredittransaktionen ständig unter Pari. Er erreichte dort seinen Tiefstand am 16. Dezember 1929 mit 4,1735.[73])

Die Diskontsenkungen der europäischen Notenbanken zeigen somit, daß die Notenbanken zeitweise von weitgehenden Rücksichten auf die ausländischen Geldmärkte zu einer Aen-

---

[71]) Magazin der Wirtschaft, Leitartikel „Niedriger Zins in Sicht?" Nr. 45. 5. Jahrg. 7. 11. 1929. S. 1685.
[72]) Magazin d. Wirtsch. 5. Jahrg. Nr. 51/52. 19. 12. 1929. S. 1944.
[73]) Magazin d. Wirtsch., a. a. O. S. 1944.

derung ihrer Politik veranlaßt werden können. Gleichzeitig zeigt dieses amerikanische Beispiel aber auch, daß diskontpolitische Maßnahmen (in diesem Falle die New-Yorker Diskontsenkung auf 5%) ihre Wirkungen (Beeinflussung des Zinsgefälles zur Hebung des Wechselkurses) verlieren, wenn im Auslande die gleichen Maßnahmen ergriffen werden.

Lebenslauf.

Am 10. Januar 1903 wurde ich zu Mülheim an der Ruhr geboren. Meine Eltern sind der Kaufmann Gustav Pütz und seine Frau Johanna geb. Eichholz. Ich bin evangelisch und preußischer Staatsangehöriger. An meinem Geburtsort besuchte ich die Oberrealschule. Das Zeugnis der Reife wurde mir am 31. März 1922 zuerkannt. Meine zweijährige Lehrzeit verbrachte ich bei der Direktion der Diskonto-Gesellschaft in Mülheim-Ruhr. In den Jahren 1924 und 1925 war ich vorübergehend bei der Hugo Stinnes-Eisen-A.-G., am gleichen Ort, tätig. Seit dem 1. April 1929 bin ich bei der Landesbank der Provinz Westfalen in Münster. Im Sommersemester 1923 besuchte ich als ordentlicher Studierender der Wirtschaftswissenschaften die Universität Köln. Vom Sommersemester 1924 bis zum Wintersemester 1925/26 studierte ich in Würzburg, und seit dem Sommersemester 1926 besuche ich die Westfälische Wilhelms-Universität in Münster. Am 25. Juli 1927 bestand ich die volkswirtschaftliche Diplomprüfung und am 26. Juni 1930 die mündliche Doktorprüfung.